1290000395
IE
TCC/UNICAMP Sw25p

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

O PAPEL DO MERCADO DE CAPITAIS NO FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Autora: Julia Swart

Orientador: Maurício Chalfin Coutinho

Banca: José Maria Ferreira Jardim da Silveira

Fechado

Para minha família e especialmente à meu irmão, Hugo, que me incentivou estudar Economia.

ÍNDICE

Introdução 3
I – Financiamento das empresas brasileiras: uma análise da década de 80 e 90 5
II – Mercado financeiro 15
III – Possibilidades e obstáculos ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.....27
Conclusão 43
Bibliografia 45

INTRODUÇÃO

As três fontes de financiamento da expansão das empresas são o mercado de capitais, o autofinanciamento e o empréstimo bancário (público ou privado). O crescimento da economia brasileira é limitado pelas condições restritas de financiamento das empresas. Enquanto no Brasil as empresas baseiam sua expansão principalmente no autofinanciamento ou no empréstimo bancário, nos países desenvolvidos, a partir da década de 80, o aumento dos grandes investidores institucionais (companhias de seguro, fundos de pensão, fundos mútuos,...) implicou na diversificação de ativos por parte das empresas. Ou seja, ocorreu um desenvolvimento de instrumentos substitutos aos empréstimos bancários, algo que não se verificou nos países em desenvolvimento, em particular no Brasil.

O objetivo desta monografia é identificar os principais fatores que restringiram o mercado acionário no Brasil, principalmente os aspectos institucionais que entravam o desenvolvimento do mercado. Tendo como referência as limitações do mercado acionário, mostraremos mudanças recentes, como a adoção de novas práticas de governança corporativa, e seu papel no estímulo ao uso das ações como meio de financiamento. Na discussão dos fatores que restringiram o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, o quadro macroeconômico dos anos 80 e 90, que favoreceu o uso de determinados meios de financiamento, receberá uma atenção especial.

Cabe destacar que, do ponto de vista dos mecanismos de financiamento das empresas, a questão relevante é a sua eficiência. O problema não é tanto a suposta superioridade do financiamento através do sistema bancário ou do mercado de capitais, mas a adequação de cada um destes mecanismos à expansão das empresas brasileiras. Deste modo, apesar de ter como objetivo identificar os fatores que restringem o desenvolvimento do mercado de capitais, a monografia não partirá do pressuposto de que este é o melhor meio de proporcionar recursos às empresas. Em nossa perspectiva, o mercado de capitais é simplesmente uma opção à ser melhor aproveitada.

A monografia está dividida em três capítulos e uma conclusão, além desta introdução. O primeiro capítulo discute a forma de financiamento das empresas no Brasil, tendo como pano de fundo a posição da economia brasileira, tanto do ponto de vista das políticas domésticas adotadas,

quanto de sua relação com a economia mundial. Neste capítulo mostraremos que a importância do mercado acionário é relativa, e que vem variando conforme o período.

O segundo capítulo discutirá a estrutura básica do mercado financeiro, suas instituições, suas características e conceitos principais. Será dado destaque à estrutura do mercado de capitais, em particular o mercado acionário brasileiro.

Por último, o terceiro capítulo contém o objetivo central da monografia: uma discussão dos entraves institucionais ao desenvolvimento do mercado acionário brasileiro. Destacaremos três fatores - baixa liquidez, pouca transparência e dificuldade de acesso ao mercado acionário – e identificaremos as mudanças que vêm sendo implementadas, fundadas principalmente em novas práticas de governança corporativa.

I – FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE DA DÉCADA DE 80 E 90

Introdução

Para entender o desenvolvimento do Brasil, e um dos motivos de seu atraso em relação aos países avançados, é necessário compreender as formas de financiamento disponíveis às empresas, assim como as condições de financiamento, em termos de acesso, custo e liquidez. O mercado financeiro brasileiro apresenta um nível elevado de falhas como seleção adversa, *moral hazard* e custos de agência. A estrutura institucional não é eficiente para lidar com estas imperfeições.

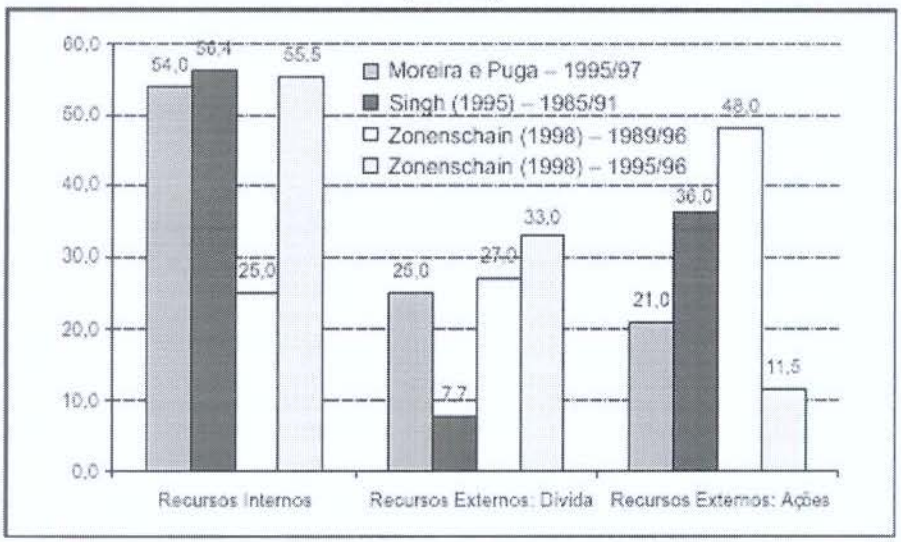
Além disto, a estrutura de capital é determinada por fatores como estrutura tributária, custos de transação e arranjos institucionais que agravam as falhas de mercado. De forma geral, o mercado financeiro brasileiro é muito pouco desenvolvido, e as firmas líderes nacionais são altamente dependentes de autofinanciamento. Verifica-se (tabela a seguir) que, em relação às fontes de financiamento de empresas industriais brasileiras, entre 1985-1991, a participação de recursos internos, recursos externos (ações), e recursos externos (dívida) era respectivamente de 56,4%, 36,0% e 7,7%[1]. Ou seja, neste período, apesar do caráter incipiente e imperfeito do mercado acionário brasileiro, a participação das ações no financiamento das empresas foi expressiva. Isso se deveu às medidas de promoção do mercado acionário - incentivos fiscais e medidas que reduziram a volatilidade dos preços - implementadas pelo governo. Outro fator que favoreceu o aumento da participação das ações foi a crise da dívida da década de 80, que limitou fontes alternativas de financiamento, como recursos internos e dívidas.

Mesmo neste período, a elevada participação da emissão de ações não significou um desempenho expressivo do mercado acionário. O volume de ações negociadas em relação ao PIB, que era de 9,6% em 1985, cai para 1,1% em 1990.[2] Ou seja, não havia investidores interessados no mercado acionário em número suficiente para alavancar o mercado secundário. Como se

[1] Moreira, Maurício M. e Puga, Fernando P. *Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil Pós- Plano Real.* Texto para Discussão 84 – BNDES. Rio de Janeiro, 2000. p. 11.
[2] Moreira, Maurício M. e Puga, Fernando P., ob. cit. p. 11.

mostrará em capítulos posteriores, um mercado secundário com bastante liquidez é de extrema importância para valorizar as ações, e consequentemente estimular o mercado primário.

Padrão de Financiamento das Empresas Industriais no Brasil: Trabalhos Selecionados (Em %)



Fonte: Moreira, Maurício M. e Puga, Fernando P., ob. cit. p. 15.

No Brasil, como regra geral, as empresas carecem de mecanismos de captação de recursos financeiros, de modo que são altamente dependentes de geração de recursos internos. No período 1995-1997, o padrão de financiamento das empresas brasileiras era de 54% de recursos internos, 25% de dívidas e 21% de ações.[3] A comparação destes dados com os mostrados anteriormente, referentes ao período de 1985-1991, revela uma perda de importância do mercado acionário, compensado pelo aumento da dívida. A maior importância do crédito frente ao mercado acionário pode ser explicada pelas opções criadas depois da estabilização e da abertura de capital, como a securitização (debêntures e emissões de títulos no exterior).

As empresas brasileiras parecem estar sujeitas, portanto, a uma restrição no seu crescimento devido a insuficientes e deficientes mecanismos de captação de recursos. Por outro lado, apesar do padrão de financiamento depender fundamentalmente do grau de desenvolvimento das estruturas e instituições financeiras, observa-se que varia também conforme as mudanças macroeconômicas nacionais e internacionais. Para ilustrar esta dependência às condições macroeconômicas, faremos em seguida uma distinção entre a década de 80 e 90,

[3] Moreira, Maurício M. e Puga, Fernando P., ob. cit. p. 16.

destacando as especificidades macroeconômicas de cada momento e seus impactos sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras.

Década de 80

Na década de 80, marcada pela alta inflação e, consequentemente, pela instabilidade das variáveis macroeconômicas, o padrão de financiamento do setor industrial brasileiro baseou-se principalmente no autofinanciamento. Um dos motivos foi que, dada a elevação dos juros internacionais em 1979, e a consequente crise de endividamento dos países em desenvolvimento, este período foi marcado pela escassez de empréstimos externos. As empresas tiveram que se adaptar para manterem sua posição patrimonial (estoque de riqueza acumulada) em relação às outras empresas.

A crise de endividamento também exigiu uma mudança da postura das políticas econômicas do país, principalmente um ajuste no Balanço de Pagamentos, dado que havia ocorrido uma restrição na entrada de capitais estrangeiros. O governo precisava, portanto, de medidas para gerar um superávit comercial, e foi feita a opção por aumentar as proteções concedidas às empresas nacionais. Uma das consequências foi o agravamento da crise fiscal e financeira do setor público e a aceleração inflacionaria.

Dada a instabilidade macroeconômica da década de 80 e os limitados meios de financiamento, as empresas brasileiras voltaram-se para mecanismos de indexação de preços, salários e ativos financeiros. Esta foi a solução encontrada para minimizar os efeitos de riscos de desvalorização patrimonial, provocada pela alta inflação. O cenário de incerteza provoca a diminuição dos prazos de planejamento das empresas, que passam a demandar com mais intensidade ativos de curto prazo e a diminuir o nível de endividamento. O resultado para o país é a diminuição dos gastos das empresas, e portanto uma estagnação do crescimento industrial.

Nestas condições, a forma mais evidente de financiamento das grandes empresas industriais é a elevação dos *mark ups*. Isto porque, como aponta Pereira: "quanto maior a volatilidade dos parâmetros macroeconômicos, maior a taxa de retorno esperada requerida para desencadear as decisões de investimento dos entrantes em potencial. Quanto maior a taxa de retorno esperada necessária para induzir uma firma a ingressar no setor em questão, maior o nível

do *mark up* exatamente suficiente para inibir a entrada e maximizar os lucros esperados a longo prazo em oligopólio."[4]

Pereira aponta que apesar da possibilidade das empresas elevarem os *mark ups*, elas também sofrem uma elevação do custo de suas dívidas financeiras, provocada pela elevação das taxas de juros reais. Um outro entrave ao financiamento refere-se à ocorrência de mini ciclos de racionamento e expansão do crédito interno. Por isto as empresas tendem a diminuir a dependência de recursos de terceiros e das condições de rolagem do crédito de curto prazo.

Para que as empresas sejam capazes de elevar seu nível de *mark up*, elas devem adotar uma estratégia cooperativa junto as suas concorrentes. A justificativa para este comportamento é que as empresas desejam ter uma segurança de que ao elevar o *mark up*, as suas concorrentes não aproveitem para ganhar *market share* através de um preço mais baixo. Assim, elas definem a regra de fixação de preços como sendo uma aplicação de um *mark up* sobre os custos variáveis, de modo que todas saiam ganhando com a elevação do *mark up*.

Em um contexto de estabilidade, a definição do nível de *mark up* é determinado pelas estratégias de longo prazo da empresa líder, levando-se em conta a dimensão das barreiras à entrada (isto porque a concorrência impõe limites à formação de preços das grandes empresas) e o objetivo de minimizar o custo de captação dos recursos requeridos para viabilizar seus planos de expansão. Assim, o *mark up* desejado "representaria aquele capaz de equalizar, na margem, o custo esperado de captação de recursos entre fontes externas, oriundas do crédito de longo prazo ou da colocação de alguma *security* no mercado de capitais, e internas às firmas, pela retenção de lucros."[5]

De forma geral, pode-se dizer que em uma economia onde prevalecem estruturas de oligopólio, proteção contra as importações e atrofia nos mercados de créditos e capitais, como o quadro da década de 80 no Brasil, as empresas líderes tendem a adotar práticas de elevação do *mark up*.

Apesar disto, podem existir empresas que prefiram utilizar fundos denominados em moeda estrangeira. Esta era uma opção viável já na década de 80 por meio de créditos contraídos junto ao sistema bancário internacional, via emissão de títulos de dívida, ações, debêntures ou

---

[4] Pereira, Tiago R. - *Endividamento externo e o ajuste financeiro da grande empresa industrial nos anos noventa: impactos da reinserção aos mercados financeiros internacionais, da abertura comercial e da estabilização sobre seus esquemas de financiamento*. Tese de Mestrado – Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, 1999. p 39.

papéis representativos da propriedade no exterior (ADR's, por exemplo). No caso das empresas de capital estrangeiro, elas podem conseguir estes fundos através de fluxos financeiros intra grupo, mobilizados via investimento estrangeiro direto. Para que a grande empresa privada opte por estes mecanismos, ela deve comparar os custos do autofinanciamento e os custos relativos de mobilizar os recursos de terceiros contraindo obrigações de pagamento denominadas em moeda doméstica ou em moeda estrangeira.

Em relação aos custos da aquisição de recursos de terceiros externos, eles dependem das condições contratuais de captação em moeda estrangeira, que estão associadas à relação entre prazos e taxas de juros disponíveis aos tomadores locais nos contratos denominados em moeda estrangeira. Dependem, portanto, da evolução das taxas de juros internacionais, do *spread* cobrado em função do "risco país", dos riscos referentes aos tomadores em particular, e das expectativas sobre a evolução futura da taxa de câmbio real e de suas receitas correntes.

Década de 90

A década de 90 foi marcada por uma mudança no quadro internacional, que se caracterizou por uma abertura financeira generalizada e, consequentemente, pelo retorno do capital externo ao país. Acompanhando esta nova configuração, foi realizada no Brasil um plano de estabilização e reformas internas que facilitaram a entrada dos fluxos de financiamento externo. As empresas industriais nacionais passam a se adaptar a estas novas possibilidades de financiamento. Para tanto, elas levam em consideração as mudanças do ambiente concorrencial, determinadas pela reinserção financeira externa e pela política de abertura comercial e estabilização.

A abertura comercial provocou um aumento da concorrência, limitando a capacidade das firmas de elevarem seus *mark ups* e, portanto, de dependerem do mecanismo de autofinanciamento. Por outro lado, a estabilização dos preços eliminou parte dos custos do endividamento. Assim, as empresas passam a ter um estímulo em utilizarem recursos de terceiros para compor o *funding* de suas atividades.

Para que a estabilização dos preços fosse possível, o governo adotou uma política de valorização cambial e de elevação das taxas de juros reais de curto prazo, com a intenção de atrair capitais externos e, assim, obter reservas em moeda estrangeira. Estes dois fatores serviram

[5] Pereira, Tiago R , ob. cit. p. 14.

de estímulo à captação de recursos externos de curto prazo em substituição ao uso de recursos próprios e do endividamento interno.

Após a estabilização, verifica-se que quase todos os setores apresentam um movimento de retração dos *mark ups*. O setor de máquinas e tratores, por exemplo, teve uma diminuição de seu índice de *mark up*, de 108,5 em 1993 para 83,3 em 1996. Para o total da indústria, neste mesmo período, a queda foi de 108,6 para 93,2. A intensidade desta diminuição variou de setor a setor, porque algumas indústrias são mais competitivas do que outras e porque alguns setores são mais sujeitos a concorrência de produtos importados do que outros.

Por outro lado, a estabilização gerou efeitos expansivos sobre a renda, o que implicou em um aumento da produção industrial nacional. Assim, apesar da diminuição dos *mark ups*, as empresas foram capazes de elevar seus fundos.

Em relação à maior captação de recursos externos, na década de 90, verifica-se que outras mudanças foram também a maior participação das dívidas financeiras relativamente a outras obrigações não onerosas do passivo, e o crescimento das dívidas financeiras denominadas em moeda estrangeira em comparação com as contratadas em moeda doméstica. Por último, deve-se destacar as alterações ocorridas no perfil de maturidade das dívidas, exemplificado na tabela a seguir.

Brasil 1990 – 1996
Perfil de Prazo das Captações do Setor Industrial

Em %

prazo - meses	**1990**	**1991**	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**
6-24	94,4	58,5	27,6	3,7	0	6,1	1,8
25-36	0	22,2	47,8	15,2	8	15,8	1,8
37-48	0	0	0,5	6	2,3	6,6	0,4
49-60	0	19,3	17,4	43,8	27,3	7,3	2,4
61-80	0	0	1,7	2,8	1	2,8	8,4
81-100	0	0	2,9	18,2	59,5	59	76,4
100-150	0	0	2,2	10,2	2	2,5	8,8
>150	5,6	0	0	0	0	0	0
TOTAL	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**

Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia Interinvest do Investimento Estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal
Fonte: Pereira, Tiago R , ob. cit. p. 95.

Ocorreu, portanto, uma reinserção da economia nos circuitos financeiros internacionais, através de investimentos de portfólio, emissão de dívida direta ou investimento estrangeiro direto. Isto foi resultado não somente das mudanças nas políticas domésticas, mas também dos comportamentos dos investidores internacionais, que se tornaram mais propensos a investir no Brasil dado o quadro de baixa absorção de fundos por parte dos agentes das economias desenvolvidas e de baixas taxas de juros internacionais. O Brasil aproveitou esta oportunidade, reagindo através da implementação de mecanismos que facilitassem o acesso aos fluxos internacionais como, por exemplo, a liberalização da conta de capitais.

O governo utilizou políticas (cambiais e de taxas de juros) que visassem o aumento do endividamento em moeda estrangeira das empresas nacionais, com a intenção de alavancar a economia, através do fornecimento de alternativas de financiamento do capital de giro das firmas. O impulso ao endividamento externo esteve associado, portanto, à utilização equilibrada de financiamento da expansão das vendas e do capital de giro, combinado à busca de ganhos de arbitragem financeira.

Apesar deste caráter geral do movimento das empresas observam-se particularidades em períodos específicos. Entre 1990-1992, o processo de endividamento representou essencialmente um movimento de "ajustamento financeiro visando alavancar fundos de curto prazo para realizar ganhos de arbitragem com taxas de juros, alterar a estrutura de financiamento do capital de giro, substituir dívidas bancárias internas por dívidas externas e alongar o perfil de prazos de parte das obrigações financeiras."[6] A partir de 1993, as captações externas passam a refletir um movimento de crescimento do investimento em modernização. Este movimento ganhou fôlego no período 1994-1997.

Existe uma diferença setorial em relação à disponibilidade de autofinanciamento e ao desempenho das captações de recursos nos mercados financeiros internacionais. Os segmentos menos dinâmicos do ponto de vista do crescimento do produto e da inversão foram os maiores tomadores de fundos externos no período 1990-1996. A indústria de bens de consumo intermediário, que foi afetada pela abertura comercial e teve taxas modestas de expansão da produção entre 1993-1994, apresentou um elevado dinamismo nas captações externas, sendo responsável por aproximadamente 70% dos fundos levantados entre 1990 e 1996.

[6] Pereira, Tiago R , ob. cit. p. 85.

Em relação as características do endividamento externo, o setor privado industrial concentrou-se em dívidas de curto prazo, para uso de capital de giro e de geração de receitas financeiras líquidas a partir da arbitragem com as taxas de juros internas e externas. Mas, em geral, as estruturas de financiamento não diferem muito entres as categorias das firmas (estatais, privadas nacionais e estrangeiras). Para todas, os recursos internos são os mais utilizados, seguidos pela emissão de dívida e por último, o lançamento de ações. Assim, "fatores como tamanho, origem da propriedade, intensidade do capital e setores não produzem, em geral, grandes variações no padrão de financiamento"[7], como mostra a tabela a seguir. Deve-se destacar, que as empresas estrangeiras são as que apresentam maior índice de autofinanciamento, o que é justificado por sua alta rentabilidade.

Características das Empresas Brasileiras - 1995/97

Empresas	Número de Empresas	Intensidade de Capital (Ativo/ Receita Líquida)	Indicadores de Performance (% a.a.)				Indicadores de Endividamento			Padrão de Financiamento (%)		
			Lucro/ Ativo	Lucro/ Patrimônio Líquido	Crescimento		Dívida/ Patrimônio Líquido	Dívida de Longo Prazo/ Patrimônio Líquido	Dívida de Longo Prazo/ Dívida	Interno	Dívida	Ações
					Vendas	Ativos						
Nacionais												
Micro e Pequenas	1.889	0,75	5,81	8,89	10,67	21,58	1,38	0,22	0,16	60	20	17
Médias	1.376	0,85	4,82	6,65	7,47	18,36	1,38	0,39	0,29	48	25	23
Grandes	671	1,17	5,28	9,17	7,09	16,28	1,16	0,38	0,36	44	30	26
Total	**2.935**	**0,85**	**5,36**	**7,89**	**8,91**	**19,57**	**1,35**	**0,34**	**0,21**	**50**	**25**	**21**
Estrangeiras												
Micro e Pequenas	84	0,96	8,02	11,36	10,16	18,94	1,15	0,41	0,30	75	20	5
Médias	194	1,01	5,80	8,90	13,09	16,11	1,17	0,32	0,20	63	20	17
Grandes	194	1,08	7,22	10,59	9,82	17,12	1,00	0,30	0,25	60	23	17
Total	**377**	**0,99**	**6,90**	**10,06**	**11,88**	**17,05**	**1,08**	**0,32**	**0,23**	**63**	**21**	**15**
Todas												
Micro e Pequenas	1.912	0,75	5,88	8,76	10,84	21,54	1,38	0,23	0,16	63	20	17
Médias	1.570	0,86	4,91	6,81	7,91	18,17	1,37	0,38	0,29	50	25	23
Grandes	870	1,13	5,72	9,20	7,71	16,53	1,12	0,36	0,34	48	29	24
Total	**4.312**	**0,87**	**5,51**	**8,08**	**9,20**	**19,35**	**1,32**	**0,34**	**0,21**	**55**	**25**	**20**

Fonte: *Receita Federal.*

Fonte: Moreira, Maurício M. e Puga, Fernando P., ob. cit. p. 14.

As grandes empresas estatais foram as primeiras a se endividar no exterior, sendo responsáveis pela captação de cerca de 50% dos fundos mobilizados pela indústria no período de forte instabilidade interna, entre 1990-1991. Neste mesmo período, as firmas estrangeiras

[7] Moreira, Maurício M. e Puga, Fernando P., ob. cit. p. 27.

mobilizaram entre 46% e 41% dos fundos totais, enquanto as empresas de capital nacional não tinham aderido significativamente aos fluxos externos.

No entanto, a partir de 1992, quando se inicia um período de recessão e políticas de juros e câmbio domésticas que dificultavam o financiamento através do autofinanciamento ou o endividamento por meio de recursos domésticos, há um incentivo ao endividamento externo. A grande empresa privada nacional, que até então se abstinha deste mecanismo, passa a captar mais financiamento internacional, principalmente por meio de emissão de dívida direta. Já a partir de 1994, diminui o dinamismo das empresas estatais nestes mercados, devido ao processo de privatização do estoque da dívida externa.

A partir de 1993, os investidores externos sentem mais confiança em relação ao Brasil. Simultaneamente ocorre uma recuperação do esforço de investimento em modernização, ocasionando um aumento na maturidade dos fundos. O crescimento dos prazos dos fundos captados entre 1990-1996 reflete, também, a introdução da regra de minidesvalorizações cambial, a partir de outubro de 1991, e o aumento da confiança na estabilização e na gestão da política cambial do Plano Real, a partir de 1994.

O crescente endividamento das empresas industriais brasileiras foi acompanhado de uma elevação dos indicadores de liquidez das firmas que ingressaram nos mercados internacionais de bônus. O aumento dos níveis de liquidez corrente implica um maior nível de fragilidade financeira da firma, porque indica o grau de dependência em relação ao refinanciamento de curto prazo das dívidas, bancárias ou com fornecedores.

Assim, o ajuste na relação recursos próprios/ recursos de terceiros, ocorrido no período 1991-1993, caracterizou-se pelo crescimento do peso das dívidas financeiras no conjunto dos estoques de passivos dos tomadores. Já no ano de 1994 ocorre uma queda da participação relativa das dívidas financeiras nos estoques de passivos das firmas (sendo que esta foi mais intensa para os tomadores estrangeiros do que para os nacionais), devido ao crescimento da atividade industrial com a implementação do Plano Real e à apreciação cambial, que deprimiu o valor dos estoques de dívida externa relativamente às obrigações denominadas em moeda doméstica. Ao longo da década ocorreu uma recuperação gradual da rentabilidade dos tomadores em decorrência do ajustamento no perfil dos passivos referentes ao endividamento externo.

Em 1995-1996, a economia estava estável e apresentava um crescimento moderado, mas o peso das dívidas financeiras nos estoques de passivos das firmas industriais cresceu novamente.

A progressiva financeirização dos passivos das firmas líderes ocorreu em função do grande crescimento dos estoques de dívidas carregados.

Deve-se apontar que, dada a forte exposição da indústria à concorrência externa e a elevada instabilidade do produto real e das variáveis macroeconômicas centrais para o cálculo empresarial, "a elevação dos diferenciais das taxas de juros internos e externos opera como fator adicional de diferenciação das firmas dentro dos respectivos mercados. A elevação dos diferenciais das taxas de juros afetou positivamente as empresas menos avessas ao risco que puderam captar externamente, enquanto afetou negativamente aquelas que dependem exclusivamente do financiamento bancário doméstico endividadas em termos líquidos."[8]

Comentário final

O presente capítulo teve como intenção mostrar que os mecanismos de financiamento das empresas brasileiras são instáveis, na medida em que elas precisam se adaptar a variações abruptas no quadro macroeconômico nacional e internacional. Assim, as empresas não encontram formas de financiamento de longo prazo, o que compromete um desenvolvimento econômico sustentável.

Os problemas não se referem apenas a conjuntura macroeconômica, mas também àqueles inerentes à própria estruturação do sistema financeiro nacional. O capítulo seguinte discutirá a configuração do mercado financeiro brasileiro, mostrando suas características institucionais e os instrumentos financeiros disponíveis.

[8] Pereira, Tiago R , ob. cit. p. 116.

II – MERCADO FINANCEIRO

Introdução

O mercado financeiro consiste no conjunto de instituições que estão relacionadas à compra e venda de ativos financeiros. Os ativos financeiros representam direitos sobre uma renda presente ou futura, e seus principais grupos, aqui discutidos, são ações, títulos, notas promissórias e dinheiro.

Os ativos financeiros são importantes não apenas por proporcionarem fontes de renda para os agentes que os utilizam, mas também por servirem de instrumentos de política. Mudanças na quantidade de um ativo financeiro, como o dinheiro, podem influenciar o nível dos preços dos bens e serviços em toda a economia, a oferta real do país, e as taxas de juros da economia. Auerbach[9] afirma que nas sociedades avançadas, ativos financeiros que não o dinheiro, como as ações e os títulos, são a forma primária de estoque e transferência de riqueza. Devido à forte influência dos ativos financeiros sobre o lado real da economia, seu entendimento, bem como a análise de sua composição relativa e das funções do mercado financeiro, são decisivos.

Na discussão a seguir, deixaremos de lado os aspectos relacionados à utilização dos ativos financeiros como instrumento de política econômica, apesar de sua importância. Será dado destaque à forma como a composição dos ativos financeiros do país influencia a estrutura de recursos financeiros das empresas.

Riqueza e ativos financeiros[10]

O estoque dos bens da economia num determinado momento é composto por riqueza, ativos e capital. Analisando-se primeiramente a riqueza, ela pode ser dividida em duas partes: a riqueza financeira e a riqueza não financeira (física e capital humano). A riqueza não financeira tem seu valor relacionado a sua forma física (no caso do capital humano: inteligência, treinamento,...), já para a riqueza financeira isto não ocorre. Outra diferença relaciona-se ao custo de transporte e custo de armazenagem, pois são substancialmente maiores para a primeira e irrelevantes no caso da riqueza financeira, se comparados ao valor do ativo financeiro. Uma

[9] Auerbach, Robert D. - *Finacial markets and institutions*. Macmillan Publishing co-inc., 1983. p. 9.

última diferença entre as duas formas de riqueza é que a renda originada da riqueza física adiciona diretamente à renda nacional da sociedade, o que não ocorre com a riqueza financeira.

O segundo estoque de bens são os ativos financeiros, dos quais existem três tipos: dinheiro, instrumentos de dívida e *equities*. O dinheiro é definido como o meio de pagamento para aquisição de bens e serviços e para quitação de dívida. Ele exerce as funções de meio de pagamento, poder temporário de compra (o dinheiro permite negociar transações futuras financeiras), meio de manutenção de valor (sendo que esta função não é apenas do dinheiro, mas também de outros ativos financeiros), unidade de conta e, por último, meio de adiantamento de pagamento (calcular dívidas em termos de unidade de conta do dinheiro).

Os instrumentos de dívida, que são outro tipo de ativo financeiro, representam direitos sobre uma renda em dinheiro fixado a uma taxa de juros constante ou variável. No caso dos títulos, esta renda normalmente consiste de uma sequência de taxas de juros acrescida de um valor final de pagamento no momento da maturação da dívida.

O *equitie*, que também é um tipo de ativo financeiro, é um direito sobre uma renda variável, que corresponde a diferença entre as rendas e os custos do ativo acrescido do lucro da venda do ativo.

Como conceito complementar tem-se o de *securities*, que é a soma dos instrumentos de dívidas e dos *equities*. No caso brasileiro, os valores mobiliários são considerados como *securities*. De acordo com Requião[11], em 1976, quando criou-se a CVM, foi também criado um conjunto de títulos, considerados como valores mobiliários: "as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; os certificados de depósitos de valores mobiliários; outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional. Excluem-se dessa nomenclatura os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; os títulos cambiais de responsabilidade de instituições financeiras, exceto as debêntures." De forma geral, os valores mobiliários são todos os papéis emitidos por uma companhia com a finalidade de captar recursos financeiros no mercado.

Tendo-se introduzido as definições dos principais instrumentos financeiros, é importante destacar que cada um destes tipos de ativos podem ser abertos em sub-tipos que apresentam pontos em comum.

---

[10] A discussão sobre riqueza terá como base a abordagem de Auerbach, Robert D., ob. cit.

[11] Requião, Rubens. *Curso de Direito Comercial* – vol. 2, 20. ed. São Paulo, Editora Saraiva, 1995. p. 64.

No caso dos instrumentos de dívida, existe um sub-tipo referente à forma de negociação (instrumentos negociáveis ou não). Os instrumentos negociáveis são aquelas dívidas que podem ser transferidas de um agente para outro antes do prazo de maturação. Enquadram-se nesta categoria as notas promissórias, que se caracterizam pela obrigação de pagar uma quantidade de financiamento exata, e as letras de câmbio.

De acordo com a definição de letras de câmbio utilizadas pela Bovespa[12], no Brasil as letras de câmbio são emitidas por sociedades de crédito, financiamento e investimento, para captação de recursos para financiamento da compra de bens de consumo durável ou de capital de giro das empresas. São lançadas na forma nominativa (ou seja, apresentam o nome do titular), têm renda fixa e prazo definido de vencimento.

Os títulos e as notas fazem parte do grupo de instrumentos de dívida. Tratam-se de contratos que estipulam uma série de pagamentos fixos do emitente para o portador do título ou nota, sendo que o pagamento final também inclui o valor da nota ou título. Os títulos e as notas, no caso dos Estados Unidos, podem ser oferecidos por corporações privadas, pelo governo local, estadual ou federal, ou por uma firma ou governo estrangeira. A maioria dos títulos e notas são comercializáveis, ou seja, podem ser vendidas. A diferença entre os dois tipos é que as notas têm menor maturação que os títulos, que são normalmente classificados de longo prazo.

No Brasil, investimentos em título referem-se a aplicações em ativos diversos negociados no mercado de crédito, sendo que eles se diferenciam em aspectos de renda (variável ou fixa), prazo (variável ou fixo) e emissão (particular ou pública). Um título de renda fixa caracteriza-se pelo conhecimento prévio da forma do rendimento que será conferida ao título, e ele é de renda variável quando esta for definida de acordo com os resultados obtidos pela empresa ou instituição emissora do título. Em relação ao prazo do título, ele é fixo quando é apresentada a data estipulada para vencimento ou resgate do mesmo, e é variável quando não há data definida para vencimento ou resgate (é indeterminado). E, por último, no que se refere à emissão dos títulos, eles são particulares quando lançados por sociedades anônimas ou instituições autorizadas pela CVM ou pelo BC, e públicos quando emitidos pelo governo federal, estadual ou municipal.

Deve-se destacar o caso específico das notas promissórias, que têm como característica ter prazo de maturação de um ano ou menos e corresponder a apenas um pagamento total no final do prazo.

[12] BOVESPA, Manual, 1999.

Um conceito bastante usado é o de debêntures, que são títulos corporativos não segurados por propriedades específicas, mas sim pelo poder de rendimento da empresa. Ou, de outra forma, são títulos emitidos por sociedades anônimas, representativos de parcela de empréstimo contraído pela emitente com o investidor, a médio e/ou longo prazos, garantidos pelo ativo da empresa.

Como apontado por Assaf Neto, as debêntures oferecem os direitos e as remunerações através de juros, participação nos lucros e prêmios de reembolso. Além disto, outro ponto importante é que "as dêbentures, conforme deve constar da escritura de emissão, podem ser emitidas com cláusula de conversibilidade, criando-se a *debênture conversível em ações*. Neste caso, ela, por opção do debenturista, é resgatada quando de seu vencimento em dinheiro ou em seu equivalente em ações preferenciais da sociedade. Os acionistas da companhia têm prioridade de compra no lançamento das debêntures com cláusula de conversibilidade em ações". [13]

As ações são títulos que concedem o direito de propriedade (*equities*) de uma corporação, sendo que esta especifica o máximo que se autoriza emitir. Ou seja, as ações representam uma fração do capital social de uma empresa. No caso americano, como é discutido por Auerbach[14], as ações são sempre títulos nominativos. Já no caso brasileiro, como aponta Assaf Neto, "as ações podem ser emitidas com e sem valor nominal, de acordo com o regido no estatuto da companhia" [15]. A principal diferença entre as ações com valor nominal e as sem valor nominal é que para a primeira, todas as ações terão idêntico valor, enquanto para as outras, a companhia pode estabelecer qualquer valor para suas ações, não necessitando estabelecer um valor mínimo, como no caso das ações com valor nominal.

Existem dois tipos de ações: as ordinárias, que dão direito a voto nas assembléias deliberativas da companhia, e as preferenciais, que oferecem preferência na distribuição de resultados ou no reembolso do capital em caso de liquidação da companhia e não dão o direito ao voto.

Um primeiro conceito relacionado ao das ações é o de dividendos. Estes correspondem à parcela de lucro líquido distribuída aos acionistas, na proporção da quantidade de ações detidas ao fim de cada exercício social. No caso brasileiro, a empresa deve distribuir, no mínimo, 25% de seu lucro líquido ajustado. Além disto, as ações preferenciais recebem 10% a mais de dividendos que as ordinárias, caso o estatuto social da empresa não estabeleça um dividendo mínimo.

---

[13] Assaf Neto, Alexandre. - *Mercado financeiro*. 4. ed. São Paulo, Atlas, 2001. p. 91.
[14] Auerbach, Robert D., ob. cit.
[15] Assaf Neto, Alexandre., ob. cit. p. 87.

Outro conceito é o das bonificações, que correspondem à distribuição de novas ações para os atuais acionistas devido ao aumento de capital efetuado por meio de incorporação de reservas. No caso do mercado de capitais brasileiro, raramente a bonificação é distribuída em dinheiro. Além das bonificações, os acionistas têm preferência na compra de novas ações emitidas ou direito de preferência na subscrição (subscrição é o lançamento de novas ações por uma empresa). Se não exercido, este direito pode ser vendido a terceiros.

Mercados Financeiros

Os mercados financeiros são os principais locais de comercialização de *securities* nas economias desenvolvidas. Eles são, normalmente, muito competitivos e exercem uma força vital de alocação da riqueza nas economias. Conforme Assaf Neto, através do Sistema Financeiro Nacional "viabiliza-se a relação entre agentes carentes de recursos para investimento e agentes capazes de gerar poupança e, consequentemente, em condições de financiar o crescimento da economia" [16]. Deve-se destacar que, com o processo de globalização, o mercado financeiro, em especial o mercado acionário, vem adquirindo uma crescente importância no cenário financeiro internacional.

No caso brasileiro, o Sistema Financeiro Nacional é composto por instituições públicas e privadas responsáveis pela captação de recursos financeiros, pela distribuição e circulação de valores e pela regulação de todo o processo. As instituições mais importantes deste sistema são o CMN (Conselho Monetário Nacional), o BC (Banco Central) e a CVM (Comissão de Valores Mobiliários). O CMN é responsável pela definição das diretrizes de atuação do sistema, o BC é o órgão executivo da CMN e a CVM é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda responsável pela regulamentação e fomento do mercado de valores mobiliários (de bolsa e de balcão).

A CVM exerce uma função extremamente importante para o funcionamento eficiente do mercado de capitais. Vale portanto, destacar as atividades que estão sujeitas à sua disciplina e fiscalização. Requião aponta as seguinte atividades: "a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores; a administração de carteiras e

[16] Assaf Neto, Alexandre., ob. cit. p.66.

a custódia de valores mobiliários; as atividades das auditorias das companhias abertas; os serviços de consultor e analista de valores mobiliários". [17]

As instituições financeiras são classificadas em bancárias e não bancárias. As primeiras têm a característica de criar moeda através do recebimento de depósitos à vista, sendo representadas fundamentalmente pelos bancos comerciais e múltiplos. As instituições financeiras não bancárias não podem receber depósitos à vista, de modo que não são capazes de criar moeda. Elas operam, portanto, com ativos não monetários, como ações, letras de câmbio, debêntures, entre outros. São representadas por sociedades corretoras, bancos de investimento, sociedades financeiras, entre outros.

Participantes do mercado financeiro

Os participantes do mercado podem ser classificados em quatro grupos, de acordo com o comportamento do mercado: *hedgers*, especuladores, investidores e árbitros. Apesar da distinção, a maioria dos indivíduos que se enquadra em uma destas classificações enquadra-se ao mesmo tempo em outra.

Os investidores são indivíduos ou firmas que compram ativos financeiros por causa da renda que obterão por possuir o ativo. Estes indivíduos ou firmas valorizam a estabilidade da renda mais do que a chance de obter lucros de curto prazo, sendo que esta renda pode ser monetária, assumindo a forma de dividendos e pagamentos de juros. Assim, os investidores buscam ganhos de médio a longo prazos. Neste sentido, o processo de escolha da ação que se caracterize pelo ganho de médio e longo prazo é dividido entre ações de primeira linha (grande liquidez, empresas tradicionais de grande porte), segunda linha (um pouco menos líquidas, empresas de boa qualidade de grande e médio porte), terceira linha (pouca liquidez, empresas de menor qualidade e de médio e pequeno porte) e ações de privatização (empresas colocadas no mercado por meio de leilões do Programa Nacional de Desestatização).

Os *hedgers* possuem ativos de longo prazo. O *hedge* é uma forma de proteção contra riscos, o que se dá quando dois ou mais ativos são segurados ao mesmo tempo por causa da expectativa de que haverá variação divergente nos preços devido à uma relação não aleatória entre eles. Ou seja, o *hedge* é uma prática de diversificação de ativos.

[17] Requião, Rubens., ob. cit.p. 22.

Os especuladores têm como característica estarem dispostos a vender seus ativos a qualquer momento que resulte na obtenção de um lucro expressivo. Desta forma, eles procuram estar sempre comprando os ativos a um preço baixo e vendendo a um preço alto. Os especuladores não têm necessariamente um ativo com *hedge* em relação a outro.

Os árbitros tem como característica comprar um ativo e vendê-lo em seguida à um preço mais alto.

Todos estes participantes são importantes para o bom funcionamento do mercado, pois desempenham através de seus comportamentos funções úteis. No caso dos *hedgers* eles permitem que indivíduos que não querem arriscar muito participem do mercado. Os especuladores reduzem a amplitude de flutuações nos preços dos ativos (em condições normais de mercado), pois compram quando o ativo está desvalorizado, o que impulsiona o aumento do preço, e vendem quando o preço está valorizado, o que força a queda do preço. Os árbitros ajudam a manter preços consistentes entre ativos iguais ou relacionados.

A operação de arbitragem é mais fácil de ser realizada no mercado financeiro do que em outro mercado por três motivos principais:

1. Os custos de transações são muito menores que em outros mercados
2. Muitos ativos financeiros podem ser facilmente padronizados, de forma que compradores e vendedores distantes são capazes de entender exatamente a forma do ativo (como é o caso dos títulos e ações, que possuem uma forma padrão)
3. Os custos de informações são insignificantes, devido a existência de sistemas modernos de comunicação.

Mercado de capitais

O mercado de capitais é aquele onde são comercializados os ativos financeiros de longa maturação, como títulos corporativos, ações e hipotecas. Ele é, portanto, um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. O mercado de capitais é constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

O mercado acionário, em particular, amplia as opções de investimento para pessoas e instituições, o que cria maiores possibilidades para a captação de recursos, permitindo o

desenvolvimento das empresas, e consequentemente, do país. Ele proporciona um meio para alocar fundos onde possam gerar maior lucratividade, ou seja, no sistema produtivo mais rentável. Com esta finalidade, as empresas buscam disponibilizar informações sobre o valor presente da firma em relação ao lucro futuro e fluxo de caixa, para atrair compradores de suas ações. Deve-se destacar que este mecanismo de comunicação (entre empresas e compradores de ações) nem sempre é eficiente, principalmente nos países não desenvolvidos, que apresentam altos custos de transação e de informação.

As empresas que disponibilizam ações em bolsas de valores ou em mercado de balcão são conhecidas como Sociedades Anônimas, ou companhia. Elas tem como característica terem seu capital social dividido em ações e terem no mínimo dois sócios (acionistas), sendo que estes tem sua responsabilidade limitada ao preço de emissão das ações. Como aponta Requião, "A Sociedade Anônima ... permite à poupança popular participar dos grandes empreendimentos, sem que o investidor, modesto ou poderoso, se vincule à responsabilidade além da soma investida, e pela possibilidade de a qualquer momento, sem dar conta de seu ato a ninguém, negociar livremente os títulos, obtendo novamente a liquidez monetária desejada" [18].

Existem dois tipos de Sociedades Anônimas, a de capital aberto e a de capital fechado. Ambas emitem valores mobiliários (*securities*), sendo que a distinção entre elas refere-se à forma de emissão dos mesmos. A de capital aberto deve permitir a negociação em bolsa ou no mercado de balcão, e seus valores mobiliários devem estar registrados na CVM. Já as sociedades anônimas de capital fechado não se enquadram nos requisitos de negociação impostos pela CVM.

As bolsas de valores são associações civis sem fins lucrativos e com funções de interesse público, tendo ampla autonomia em sua esfera de responsabilidade. As suas funções consistem em oferecer um mercado para a cotação dos títulos nelas registrados, orientar e fiscalizar os serviços prestados por seus membros, facilitar a divulgação de informações sobre as empresas e sobre os negócios que se realizam sob seu controle. Através disto as bolsas de valores são capazes de propiciar liquidez às aplicações de curto e longo prazos.

As sociedades corretoras são instituições financeiras participantes das bolsas de valores, credenciadas pelo BC, pela CVM e pelas bolsas em que participam. Elas tem como principal função negociar valores mobiliários em pregão, sendo intermediárias especializadas na execução

[18] Requião, Rubens., ob cit. p. 6.

de ordens e operações por conta própria e determinadas por seus clientes, além da prestação de vários serviços a investidores e empresas.

Existem duas classificações para o mercado de capitais, de acordo com o critério de momento da negociação do título no mercado: o mercado primário e o mercado secundário. O primário é aquele onde os novos ativos financeiros são emitidos, e o secundário é aquele onde os ativos financeiros que são revendidos são comercializados.

Em relação ao mercado primário, as novas emissões de ações e títulos não são normalmente disponibilizadas para o público, mas apenas para firmas corretoras e bancos de investimento. Estes compram os ativos com a intenção de vendê-los posteriormente ao público, no mercado secundário, acima do preço que compraram, sendo a diferença entre o preço de venda e o preço de compra denominado de *spread*. É importante destacar que as vendas no mercado secundário normalmente não envolvem leilões competitivos, e são comercializados no mercado secundário formal. Os contratos futuros de *commodities* e as opções também são normalmente comercializados em mercados formais.

É necessário compreender o papel que os mercados primários e secundários desempenham no mercado de capitais, bem como a relação existente entre eles. O financiamento das empresas ocorre através do mercado primário. Já no mercado secundário, os valores monetários negociados não são transferidos para as empresas, sendo apenas um meio de transferência entre os investidores. Mas, por outro lado, o mercado secundário tem uma ligação com o financiamento das firmas, já que é a partir dele que se indica o desempenho das empresas, que é refletido no preço das respectivas ações. Desta forma, apesar do mercado primário ser a fonte real de financiamento, um mercado secundário eficiente é vital, já que é nele que se determina o valor da firma. Assim, como afirma Assaf Neto, "a função essencial do mercado secundário é dar liquidez ao mercado primário, viabilizando o lançamento de ativos financeiros" [19].

As novas ações são, portanto, vendidas no mercado primário e posteriormente comercializadas nos mercados secundários. Estes são compostos pelas bolsas de valores e pelo mercado de balcão, que não tem uma locação geográfica. Uma empresa é considerada aberta quando coloca valores mobiliários (ações, bônus de subscrição, debêntures e notas promissórias) em bolsas de valores ou no mercado de balcão.

---

[19] Assaf Neto, Alexandre., ob. cit.p. 221.

Um outro ponto importante sobre o mercado acionário diz respeito aos preços das ações. Às vezes se diz que os preços das ações são um sintoma ou reação de condições passadas ou expectativas futuras da economia. Esta proposição só é verdadeira em parte, pois o tamanho da reação do mercado acionário também pode mudar as condições futuras. Por exemplo: quando se espera uma recessão, diminui a expectativa sobre a rentabilidade das ações das empresas, o que reflete na diminuição dos preços das mesmas, podendo intensificar ainda mais a recessão (caso a diminuição seja grande). Se espera-se que a recessão passe rápido, então os investidores podem aproveitar para comprar ações a preços mais baixos.

Diferentemente das novas emissões de ações e títulos, as novas opções e os contratos geralmente não são vendidas através de firmas corretoras e bancos de investimento, mas sim através de mercados formais que foram desenvolvidos para comercializar muitos destes ativos financeiros. Alguns destes ativos também são vendidos através de negociações privadas com *dealers*.

Em relação ao mercado de títulos corporativos, existem duas formas de venda de títulos novos: em estabelecimentos privados (vendidos diretamente a emprestadores particulares, como companhias de seguros) ou através de oferta pública via bancos de investimento, sendo este caso o mais comum. O mercado secundário de títulos corporativos é pequeno, pois a maioria dos títulos é comprado por grandes instituições. Apesar disto, o mercado não deixa de ser competitivo e eficiente.

Um outro mercado é o de opções sobre ação, que são ativos financeiros que dão ao proprietário o direito de comprar ou vender a ação a um preço determinado até um prazo estabelecido de vencimento, a um custo de uma pequena fração da ação (prêmio). Os prêmios das opções são negociados em Bolsa, e a rentabilidade é dada em função da relação preço/ prêmio, existente entre os momentos de compra e venda das opções. Este ativo também oferece um *hedge* contra mudanças desfavoráveis no preço da ação.

O mercado futuro é aquele que comercializa contratos futuros. Estes são instrumentos legais através dos quais um indivíduo concorda em comprar ou vender uma *commoditie* ou ativo financeiro a um preço fixo no futuro. Instituições de depósitos usam ativos financeiros de contrato futuro como *hedge* contra mudanças desfavoráveis das taxas de juros que reduzam o valor do portfólio de empréstimo. Deve-se ressaltar que a maioria dos contratos futuros não implicam na entrega da *commoditie*, o que ocorre na prática é que existem indivíduos apostando

na queda do preço delas e outros na alta. Quando o preço na data determinada for obtido, aqueles que apostaram errado pagam para os que apostaram corretamente.

Um outro mercado a ser destacado é o de hipotecas (dívidas de longo prazo), que é aquele em que as hipotecas que já foram negociadas são comercializadas. Nos Estados Unidos, os participantes privados deste mercado são os investidores e as corretoras de hipoteca (vendem e compram hipotecas). Os participantes federais, que costumam ser grandes, operam nacionalmente e devido a sua grande atuação, costumam ser supervisionados pelo governo.

No Brasil, o mercado de hipotecas é um pouco diferente e não tem a mesma importância do que nos Estados Unidos. Pela definição de Assaf Neto, "as letras hipotecárias são títulos emitidos por instituições financeiras que atuam com crédito imobiliário. As normas atuais estabelecem que essas instituições têm como *funding* principal do crédito imobiliário a caderneta de poupança."[20]

No caso americano, a hipoteca é um instrumento de dívida especialmente atraente para os investidores que procuram investimentos com pequeno risco de *default*. O risco é pequeno justamente por causa do papel do governo, que é ou dono ou supervisor destas corporações. No Brasil, a vantagem de se investir em hipoteca é que como está atrelada à variação da TR mais uma taxa de juros, ela proporciona uma remuneração maior que a da caderneta de poupança. Outra vantagem é que a isenção de imposto de renda.

Por último, as empresas brasileiras também podem captar recursos no mercado internacional através do lançamento de recibos de depósitos lastreados em ações, denominados de DRs (*depositary receipts*). Quando lançados no mercado americano, por exemplo, são denominados de ADRs (*american depositary receipts*). Estes ativos são negociáveis no mercado e lastreados na existência de ações de uma sociedade instalada em outros países. E os DRs podem ser trocadas a qualquer momento pelas ações custodiadas no banco depositário.

Comentário final

Este capítulo procurou mostrar a estrutura do sistema financeiro brasileiro, dando prioridade para o mercado de capitais, especificamente o acionário. O mercado acionário pode ser importante para o desenvolvimento econômico, se for capaz de proporcionar uma alternativa

[20] Assaf Neto, Alexandre., ob. cit. p.92.

eficiente de financiamento para as empresas e, deste modo, um aumento do leque de alternativas de financiamento.

Uma das contribuições do mercado acionário refere-se ao fato de que ele incentiva a formação de poupança interna de longo prazo, ao canalizar os recursos dos poupadores para os investidores. O mercado acionário, portanto, cumpre a função de alavancar os diversos setores da economia, já que premia (pela maximização dos retornos) o uso eficiente dos recursos e o momento certo da tomada de decisão. A eficiência do mercado acionário é refletida favoravelmente na economia, pois proporciona alternativas de financiamento, o que reduz os custos financeiros das empresas, valorizando o capital investido pelos acionistas. Além disto, um mercado acionário eficiente e desenvolvido é capaz de atrair o capital externo para o país.

Na abordagem do mercado acionário brasileiro, um ponto importante é a relação entre mercado primário e secundário. Para que o mercado acionário se desenvolva, são necessárias políticas que promovam a expansão destes dois mercados. É através do mercado primário que novas ações são emitidas, aumentando, portanto, os recursos disponíveis. E o mercado secundário atua no sentido de elevar a liquidez e o preço das ações, alavancando o mercado primário.

O próximo capítulo levará em consideração o fato de que o mercado de capitais é uma opção de financiamento de longo prazo a ser melhor aproveitada. O capítulo se concentrará nas deficiências do mercado de capitais brasileiro e nas soluções para cada uma destas.

III – POSSIBILIDADES E OBSTÁCULOS AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Introdução

Este capítulo baseia-se principalmente em dois estudos realizados pela Bolsa de Valores de São Paulo: 1. *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro,* 2. *O Mercado de Capitais: Sua Importância para o Desenvolvimento e os Entraves com que se Defronta no Brasil.* Para facilitar a referência, o primeiro texto será citado como BOVESPA I e o segundo como BOVESPA II.

A discussão sobre obstáculos e possibilidades enfrentados pelo mercado de capitais brasileiro adota como ponto de partida a constatação de seu insuficiente desenvolvimento. Deve-se destacar que esta situação foi influenciada pelas necessidades e possibilidades de financiamento das empresas, pela conjuntura macroeconômica nacional e pelo quadro internacional, de forma que dependeu de características particulares de cada período histórico. Nosso enfoque se detém nos fatores atuais que inibem o desenvolvimento do mercado de capitais. Nesse sentido, pode-se afirmar que a conjuntura macroeconômica nacional atual caracteriza-se por limites ao financiamento do governo e ao autofinanciamento (devido à redução do *mark up*), pela abertura da economia e por juros elevados. Quanto ao quadro internacional, há um aumento de investidores internacionais em busca de novos negócios em países emergentes.

Partindo deste quadro, a intenção é identificar os obstáculos que limitam a eficiência do mercado de capitais brasileiro atualmente e, para cada um dos obstáculos, apontar soluções e mudanças que vêm ocorrendo nos últimos anos. Tentaremos mostrar que existe uma variedade de condições que, se modificadas, abririam espaço para um crescimento significativo do mercado de capitais, favorecendo sua transformação em uma importante fonte de captação de recursos pelas empresas.

Obstáculos

BOVESPA II identifica 3 fatores que dificultam o crescimento do mercado de capitais: baixa liquidez, pouca transparência e dificuldade de acesso.

1. Baixa liquidez

No Brasil, o mercado acionário tem baixa liquidez, o que se evidencia tanto pela pequena quantidade de empresas participantes nas bolsas de valores brasileiras quanto pela presença de poucos investidores institucionais no mercado acionário. Além disto, os investidores que atuam no mercado de capitais brasileiro têm baixa preferência por ativos de renda variável. Outro aspecto relacionado à baixa liquidez, discutido em BOVESPA I, é a oferta insuficiente de papéis de qualidade no mercado acionário brasileiro, o que provoca um desestímulo ao investimento e, portanto, a diminuição da liquidez.

BOVESPA I defende uma política que vise ampliar a oferta de papéis existentes no mercado de capitais brasileiro, através de uma ação ativa de "prospeção e assistência às empresas interessadas em abrir capital"[21]. A sugestão dos autores é que se façam acordos com Federações de Indústria e outras associações empresariais, para que estas esclareçam o papel do mercado de capital como uma alternativa de obtenção de financiamento. Outra forma de aumentar os papéis em circulação seria a introdução de novos produtos financeiros, como os *commercial papers* e debêntures.

Em relação à atração de novos investidores, é fundamental a padronização da apresentação dos demonstrativos em relação aos exigidos internacionalmente. Para tanto, deveriam ser seguidas as normas contábeis internacionais. Isto facilitaria o entendimento das informações concernentes às empresas brasileiras com capital aberto, de forma que os investidores estrangeiros estariam em melhores condições de fazer uma análise mais correta, tendo maior incentivo em investir nos títulos brasileiros.

O problema da falta de liquidez no mercado de capitais brasileiro deriva, entre outros, da existência de altos custos em investir em valores mobiliários (custos de transação), devido por exemplo à alta tributação, como a cobrança da CPMF. A conseqüência disto é o direcionamento dos capitais para bolsas estrangeiras e, portanto, a baixa liquidez nas bolsas brasileiras.

Em BOVESPA II são feitas algumas críticas à cobrança da CPMF, destacando-se as seguintes: trata-se de uma incidência sem foco, pois é cobrada sobre as transações financeiras, atingindo tanto a renda como o consumo, a propriedade e a riqueza; aumenta os custos da economia; e incentiva a saída de capitais em direção a mercados de capitais externos. Em

[21] Barros, José RM; Scheinkman, José A; Cantidiano, Luiz L; Goldenstein, Lídia; Silva, Tereza MFD; Carvalho, Antonio G. - *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. Bovespa, 2000. p. 11.

resumo: a "CPMF representa um diferencial de custos incontornável para o investidor, que acaba migrando para mercados onde a tributação tem alguma racionalidade." [22]

A solução para este problema centraliza-se na diminuição dos custos associados ao investimento no mercado de capitais brasileiro ao nível dos custos das bolsas estrangeiras. Ou seja, deve-se equalizar os custos tributários entre o mercado de capitais brasileiro e os estrangeiros, o que inclui a eliminação da cobrança da CPMF, e a diminuição de outros custos relacionados a abertura de capital (abordados posteriormente).

2. Pouca transparência

Em relação à falta de transparência existente no mercado de capitais brasileiro, BOVESPA II aponta que ela é resultante principalmente da instabilidade das regras vigentes, que mudam freqüentemente e permitem múltiplas interpretações, dificultando a realização de uma análise mais precisa sobre as tendências futuras do mercado. Mesmo depois do Plano Real a falta de transparência manteve-se, por causa de alterações frequentes nas regras motivadas por decisões de política monetária de curto prazo. Devido a ocorrência desta instabilidade, os agentes que poderiam estar investindo na bolsa de valores brasileiras podem deixar de faze-lo, pois existe uma incerteza quanto ao quadro institucional de apoio aos investidores. Os fatores de incerteza, ainda conforme BOVESPA II, são referentes a diversos fatores: direitos dos minoritários, já que ocorrem mudanças nas regras de tratamento aos acionistas minoritários; poderes insuficientes detidos pela CVM para fiscalizar o mercado de capitais; lentidão judiciária, o que é muito negativo, em função do dinamismo do mercado de capitais e da exigência de decisões tomadas rapidamente.

Para corrigir estes problemas faz-se necessário adotar políticas que dêem maior estabilidade às regras, de forma que os investidores se sintam seguros em atuar no mercado de capitais brasileiro. Devem-se estabelecer regras que defendam os direitos dos minoritários (diminuindo o risco de sua participação no mercado), aumentar o papel da CVM na fiscalização do mercado, criando unidades de apoios para assuntos específicos (evitando que ela fique presa a apenas assuntos de maior destaque) e, por último, criar cortes judiciais especializadas para acelerar as decisões judiciárias.

[22] Nobrega, Mailson da; Loyola, Gustavo; Filho, Ernesto Moreira Guedes; Pasqual, Denise de. - O Mercado de Capitais: Sua Importância para o Desenvolvimento e os Entraves com que se Defronta o Brasil. Bovespa, 2000. p. 8.

Em relação aos acionistas minoritários, a diminuição dos riscos a que eles estão sujeitos, teria como resultado a atração de novos investidores. Para tanto, deve-se reduzir o poder discricionário do controlador que, ao terem o controle das empresas, conseguem mudar a política de tratamento aos minoritários. Requião expõe a questão da seguinte forma: "A dispersão das ações na posse de grande número de acionistas por várias regiões acarreta o agudo problema das chamadas "minorias acionárias", geralmente desprotegidas e inermes em face dos acionistas que detêm os votos necessários às deliberações de assembléia e, por isso, controlam o poder da sociedade anônima" [23]. A lei brasileira prevê que 2/3 do capital social pode ser representado por ações preferenciais, de forma que a grande parte dos acionistas não tem o direito de participar das decisões da empresa. Assim, no Brasil, a maioria das empresas de capital aberto são controladas por um pequeno número de acionistas. Faz-se necessário, portanto, dar uma maior proteção àqueles acionistas que se mantêm a margem deste direito.

Outra questão relacionada à maior emissão de ações preferenciais é o fato de que, como elas estão associadas à participação nos resultados (recebimento de dividendos), cumprem a função de atrair novos investidores. Por outro lado, as ações preferenciais desincetivam a participação de novas empresas no mercado de capitais, pois implicam em um compromisso fixo de pagamento de dividendos. Assim, tanto a eliminação total das ações preferenciais não seria positiva, por causa dos investidores, como um número elevado (como é adotado atualmente) é negativo para as empresas. Assim, o ideal seria que diminuísse a proporção vigente de 2/3 de ações preferenciais sobre o capital social total.

BOVESPA I aponta três elementos necessários à proteção aos acionistas minoritários: adoção de regras eficazes de proteção; *disclosure*, que se caracteriza pela divulgação de informações que permitam a eles avaliarem se seus direitos estão sendo cumpridos; e *enforcement*, que é a capacidade de os minoritários cobrarem a observância de seus direitos.

Um outro quesito importante no incentivo a participação de novos investidores é que haja mecanismos eficientes e confiáveis de obtenção de informações sobre o desempenho e a estrutura financeira das empresas de capital aberto. Para que os investidores se sintam atraídos a participar deste mercado, eles buscarão ter conhecimento sobre as empresas. É necessário que as empresas divulguem com clareza e confiabilidade as informações que permitam aos investidores analisarem seus resultados.

[23] Requião, Rubens., ob cit. p. 127.

O problema relacionado à falta de informações oferecidas aos investidores deriva dos altos custos administrativos com auditoria e com elaboração de relatórios financeiros em que incorrem as empresas de capital aberto. Estes custos são fixos, representando o mesmo valor tanto para as grandes quanto para as pequenas empresas, que são mais prejudicadas. Embora haja necessidade de diminuir estes custos, eles não são eliminâveis, já que são inerentes ao processo de abertura de capital e trazem benefícios a empresa através de uma melhor administração. Ainda assim, estes custos poderiam ser reduzidos através da eliminação da obrigatoriedade de publicação dos resultados anuais da empresa em jornais de grande circulação. Para isto, poderia utilizar-se como instrumento de divulgação as novas tecnologias de comunicação, ou seja, as divulgações poderiam ser feitas em um *site* aberto e gratuito. A tabela abaixo mostra o problema, dos altos custos de manutenção de capital aberto.

Custos de Manutenção de Capital Aberto
(US$ mil)Valores ao Câmbio de 1998

	Mínimo	Máximo	Médio
Auditorias externas	4.15	331.46	79.56
Publicações	5.41	733.19	143.12
Anuidades de bolsas	1.72	34.86	12.03
Taxa de Fiscalização	3.69	132.88	22.70
Departamento de acionistas	3.08	542.34	57.86
Custos indiretos	3.08	496.12	120.20
Total	21.13	2,270.85	435.47

Baseado em questionários respondido pelas empresas. Não há informação sobre as características da amostra.
Fonte: ABRASCA.

Fonte: Barros, José RM; Scheinkman, José A; Cantidiano, Luiz L; Goldenstein, Lídia; Silva, Tereza MFD; Carvalho, Antonio G., ob. cit. p40.

Em relação ao papel da CVM, esta deve ter uma participação mais ativa no mercado de capitais, para melhorar a imagem deste entre os investidores e empresas. Para tanto é importante que deixe ser uma autarquia, transformando-se em uma agência de controle. Nestas condições, a CVM teria autonomia financeira e orçamentária, o que daria uma maior fluidez às decisões, diminuindo a burocracia que limita sua atuação. Os autores de BOVESPA I são ainda mais

enfáticos ao dizerem que acreditam "ser da maior importância atribuir à CVM poder para agir diretamente em juízo, independentemente do Ministério Público"[24].

Sobre a criação de cortes judiciais especializadas, BOVESPA I sugere a opção por câmaras arbitrais, que representam uma "alternativa mais rápida e eficiente para dirimir eventuais conflitos dada a morosidade da justiça atual e a impossibilidade atual de se criar uma justiça especializada"[25].

3. Dificuldade de acesso

Conforme BOVESPA II, a questão do acesso ao mercado de capitais para as empresas está relacionada não apenas a aspectos institucionais (ex: alto custo de abertura de capital, relacionado a taxas de bolsa e CVM), mas também culturais. No Brasil, as empresas têm uma tradição familiar, acreditando que a inserção no mercado de capitais resultaria numa perda de controle sobre a administração da empresa. Além disto, a visão dos benefícios da participação no mercado de capitais ainda não foi difundida entre os empresários.

O custo de abertura de capital relaciona-se principalmente a três fatores: o *underpricing*, que é a ocorrência das ações das empresas novas serem "ofertadas a um preço em média inferior ao preço de fechamento no primeiro dia em que a ação é transacionada"[26]; as despesas administrativas; e o custo da perda de confidencialidade, devido à exigência de divulgação de demonstrativos das empresas de capital aberto.

Para estimular a participação das empresas no mercado de capitais faz-se necessário difundir entre os empresários os benefícios da abertura de capital, como um mecanismo eficiente de captação de recursos de longo prazo. Com isto, não tencionamos defender que está é a forma mais eficiente de obtenção de financiamento. Aliás, muitos países desenvolvidos, não utilizam primordialmente este mecanismo, mas também o autofinanciamento e os empréstimos governamentais. Esta escolha dos mecanismos de financiamento depende da especificidade de cada país, e também da posição financeira de cada empresa. Entretanto, a difusão entre os

[24] Barros, José RM; Scheinkman, José A; Cantidiano, Luiz L; Goldenstein, Lídia; Silva, Tereza MFD; Carvalho, Antonio G., ob. cit. p.19.
[25] Barros, José RM; Scheinkman, José A; Cantidiano, Luiz L; Goldenstein, Lídia; Silva, Tereza MFD; Carvalho, Antonio G., ob. cit. p. 12.
[26] Barros, José RM; Scheinkman, José A; Cantidiano, Luiz L; Goldenstein, Lídia; Silva, Tereza MFD; Carvalho, Antonio G., ob. cit. p. 33.

empresários da existência de uma outra possibilidade de captação de recursos, via mercado de capitais seria fundamental, pois os instruiria a fazerem a melhor escolha para sua empresa.

Para os autores de BOVESPA II, "nenhum mercado de capitais... cresceu satisfatoriamente sem a institucionalização da poupança. O veículo desse processo são os investidores institucionais: os fundos de pensão, os fundos mútuos e as seguradoras" [27]. A importância dada à poupança institucional deriva do fato de que ela é a fonte dos recursos colocados à disposição das empresas carentes dos mesmos, por intermédio do mercado da capitais. Desta forma, um aumento dos investidores institucionais implica num aumento de recursos disponíveis para as empresas de capital abeto.

Nos últimos anos tem ocorrido um crescimento da institucionalização da poupança, motivada principalmente pela estabilidade da moeda. De acordo com BOVESPA II, "de uma participação pouco superior a 5% do PIB em 1985, o patrimônio dos investidores institucionais alcançou o equivalente a 33% do PIB em 1999" [28]. A tendência é de uma continuidade deste processo, impulsionada pelo desenvolvimento da previdência privada. Este crescimento é importante, pois resulta em uma atração de novos investidores, aumentando a liquidez do mercado de capitais.

O crescimento da presença dos fundos no Brasil, depois do Plano Real, pode ser observado através da participação do patrimônio dos investidores institucionais em relação ao PIB brasileiro. Por exemplo, em relação aos fundos de investimento, esta participação era de 0,37% em 1980 e passa a ser 21,94% em 1999, como mostra a tabela a seguir. Deve-se levar em consideração que este aumento envolve tanto aplicações de curto prazo (que não resultam em fonte de financiamento para as empresas) quanto de longo prazo.

[27] Nobrega, Mailson da; Loyola, Gustavo; Filho, Ernesto Moreira Guedes; Pasqual, Denise de., ob. cit. p. 6.
[28] Nobrega, Mailson da; Loyola, Gustavo; Filho, Ernesto Moreira Guedes; Pasqual, Denise de., ob. cit. p. 8.

Brasil: Patrimônio Líquido dos Fundos de Investimento e Total de Ativos dos Fundos de Pensão (entidades fechadas)

	Fundos de investimento		Fundos de pensão	
	em US$ milhões	%PIB	em US$ milhões	%PIB
1980	886	0,37%	n.d.	n.d.
1985	3.768	1,79%	8.686	3,37%
1990	7.265	1,55%	12.120	2,58%
1991	12.720	3,14%	17.989	4,43%
1992	18.862	4,87%	23.026	5,95%
1993	24.007	5,59%	32.568	7,58%
1994	54.426	10,02%	55.081	10,14%
1995	67.489	9,57%	59.055	8,37%
1996	103.742	13,38%	68.982	8,90%
1997	107.487	13,41%	81.438	10,16%
1998	118.803	15,32%	77.162	9,95%
1999	118.895	21,94%	61.398	11,33%

Fonte: Anbid/Atxapp

Obs: PL dos fundos de investimento em 99 - estimativa Anbid

PIB em US$ em 99 - estimativa Tendências

Total de ativos dos Fundos de Pensão em 99 - posição em 11/99

Total de ativos dos Fundos de Pensão em 85 - posição em 86 (primeiro dado disponível)

Fonte: Nobrega, Mailson da; Loyola, Gustavo; Filho, Ernesto Moreira Guedes; Pasqual, Denise de., ob. cit. p. 27.

A institucionalização da poupança não é apenas benéfica em termos de ampliação do mercado, mas também por levar a um aumento da cobrança da adoção de práticas corporativas, realizada pelos fundos. Isto pode ser feito através da comercialização, por intermédio dos fundos, de papéis de empresas que cumpram tais práticas, e de papéis de longo prazo. Além disto, desde que haja proteção suficiente para os acionistas minoritários, a institucionalização da poupança não os prejudica.

4. Outros obstáculos

Altas taxas de juros são negativas para o mercado de capitais, pois atraem primordialmente o capital de curto prazo, o que não é adequado para financiar os investimentos de longo prazo das empresas. Nesta situação, como é destacado em BOVESPA II, "no mercado acionário, as aplicações tendem a ser especulativas, em poucos papéis e durante os curtos períodos em que possam oferecer rentabilidade maior do que aplicações de curto prazo" [29]. Desta forma, os juros elevados, que são característica presente no quadro macroeconômico brasileiro

[29] Nobrega, Mailson da; Loyola, Gustavo; Filho, Ernesto Moreira Guedes; Pasqual, Denise de., ob. cit. p. 38.

atual, afetam negativamente o mercado de capitais como mecanismo de formação de poupança de longo prazo.

Apesar da década de 90 ter se caracterizado por uma expansão do mercado secundário e do aumento das emissões no mercado primário (como será melhor detalhado posteriormente), isto não foi acompanhado de um aumento da participação de novas empresas no mercado acionário. Pelo contrário, verificou-se uma queda do número de empresas listadas nas bolsas de valores do país, como mostra a tabela a seguir (em 1990 havia 579 empresas listadas, caindo para 487 em 1999). Isto representa também, a alta concentração do mercado de capitais brasileiros, que é composto de poucas empresas quando comparados aos mercados de países desenvolvidos. Como é apontado em BOVESPA I: "apenas uma parcela relativamente pequena das empresas de capital aberto beneficiou-se do crescimento expressivo do mercado de capitais"[30], já que os altos custos desincentivam a entrada de empresas no mercado de capitais, de forma que este permaneceu bastante concentrado.

Empresas Listadas na BOVESPA

Ano	Número de Empresas	Ano	Número de Empresas
1970	200	1985	541
1971	337	1986	592
1972	381	1987	590
1973	395	1988	589
1974	398	1989	592
1975	362	1990	579
1976	387	1991	570
1977	452	1992	565
1978	399	1993	551
1979	404	1994	549
1980	426	1995	547
1981	488	1996	554
1982	493	1997	545
1983	506	1998	535
1984	522	1999	487

Fonte: BOVESPA

** O número de empresas listadas na BOVESPA difere do número total de empresas listadas no país por valores bastante exíguos.*

Fonte: Barros, José RM; Scheinkman, José A; Cantidiano, Luiz L; Goldenstein, Lídia; Silva, Tereza MFD; Carvalho, Antonio G., ob. cit. p30.

Pontos favoráveis do mercado de capitais

Um dos maiores benefícios da obtenção de recursos através do mercado de capitais, em comparação com as outras duas formas de financiamento (empréstimo do governo e autofinanciamento), é que ele permite a diluição do risco de novos investimentos entre os diversos sócios (acionistas). Outro ponto importante relaciona-se ao fato que o mercado acionário, como é apontado em BOVESPA II, "promove a democratização e a socialização do capital" [31]. Ou seja, ele permite que diversas pessoas poupadoras sejam sócias de uma companhia, diretamente ou através de fundos mútuos ou fundos de previdência e, portanto, possam se beneficiar de ganhos de capital desta.

Um mercado de capitais desenvolvido apresenta mecanismos eficientes de divulgação de informações sobre as companhias, identificando as melhores e as piores empresas. Assim, os investidores tenderão a aplicar sua poupança nas primeiras, de forma que haverá uma tendência ao direcionamento do capital para as melhores aplicações. Este processo irá incentivar as empresas a melhorarem seu desempenho, para atrair novos investidores, o que resultará em um aumento da eficiência. Ao mesmo tempo, as empresas que não conseguirem melhorar sua estrutura financeira tenderão a perder investidores, e portanto, novas fontes de capital. Desta forma, pode-se dizer que um país que tenha um número elevado de empresas que participem do mercado de capitais, levará através do processo acima exposto a um aumento da eficiência do capital em toda a economia.

Fatores que impulsionam o mercado de capitais

A partir da década de 80 iniciou-se um processo de avanços significativos na tecnologia da informação, que levou a uma maior integração entre os sistemas financeiros internacionais e possibilitou a transferência de recursos entre os países de forma segura e rápida. Indo ao encontro desta tendência, a liberalização financeira da década de 90 impulsionou uma maior relação entre os diversos sistemas financeiros internacionais. Como é destacado em BOVESPA II: "a liberalização e a modernização dos mercados propiciaram a estruturação de operações financeiras globais" [32]. Este período foi marcado por reformas nos mercados financeiros e de capitais mundiais, e pela proliferação de novos produtos financeiros.

---

[30] Barros, José RM; Scheinkman, José A; Cantidiano, Luiz L; Goldenstein, Lídia; Silva, Tereza MFD; Carvalho, Antonio G., ob. cit. p. 39.
[31] Nobrega, Mailson da; Loyola, Gustavo; Filho, Ernesto Moreira Guedes; Pasqual, Denise de., ob. cit. p. 24.
[32] Nobrega, Mailson da; Loyola, Gustavo; Filho, Ernesto Moreira Guedes; Pasqual, Denise de., ob. cit. p. 7.

Este processo de internacionalização teve um maior impulso com o advento da Internet, pois ela resultou em uma queda dos custos das transações, além de aproximar os diversos agentes de distintos países, tornando muito mais rápida a comunicação entre eles.

Deve-se destacar que a liberalização da movimentação de capitais, característica da globalização, apresenta dois lados: tanto a possibilidade da entrada de capital estrangeiro no Brasil, quanto a saída de capital nacional para o exterior. Assim, é necessário que haja uma certa precaução ao se afirmar que as condições acima expostas serão necessariamente positivas para o mercado de capitais brasileiros, principalmente devido aos entraves existentes. Para os autores de BOVESPA II, isto não é um problema, pois "a tendência é que o Brasil atraia capitais em volume muito maior do que exporte" [33]. A justificativa deles é a de que a oferta de capitais brasileiras é menor do que a existente no exterior. Apesar desta posição, os autores não deixam de destacar a necessidade de se eliminar ineficiências e de buscar o melhor desempenho, para diminuir os riscos da competição entre os mercados de capitais internacionais.

Em relação à saída de capitais nacionais das bolsas de valores brasileiras, isto pode ser feito através do lançamento de ADRs (*american depositary receipts*) nas bolsas de valores americanas. Ou seja, trata-se de títulos de empresas brasileiras que, ao invés de serem comercializadas no Brasil, o são nos EUA. Isto implica em uma diminuição da liquidez das bolsas nacionais, e portanto, um desincentivo à entrada de novos investidores. Apesar disto, esta opção não é muito utilizada por implicar em altos custos, de modo que apenas as grandes empresas tem acesso a estes mecanismos.

Outro processo que teve início na década de 80 foi a desintermediação, caracterizada pela redução do número de participantes em cada transação, gerando uma maior rapidez, facilidade e uma diminuição de custos para as operações no mercado de capitais. Isto porque várias fases da transação são eliminadas, ou feitas mais rapidamente e com maior eficiência através de sistemas eletrônicos. Como é destacado em BOVESPA II, com este processo: "os investidores compram diretamente as ações e os títulos de dívida das empresas" [34], ou seja, deixa de haver a necessidade de um intermediário.

[33] Nobrega, Mailson da; Loyola, Gustavo; Filho, Ernesto Moreira Guedes; Pasqual, Denise de., ob. cit. p. 9.
[34] Nobrega, Mailson da; Loyola, Gustavo; Filho, Ernesto Moreira Guedes; Pasqual, Denise de., ob. cit. p. 7.

Na década de 90 iniciou-se um processo de entrada significativa de investimentos externos no mercado de capitais brasileiro, através do Anexo IV[35]. O aumento nas entradas de investimentos resultou em uma valorização das ações e um aumento dos volumes negociados nas bolsas, processo que pode ser visualizado na tabela abaixo. O ano de 1993 mostra um ingresso de US$14614,1 através do Anexo IV, o que corresponde a um retorno de US$9136,5. Em 1996, o ingresso é de US$22935,6, ou seja, um aumento de 56,9% em relação a 1993, enquanto o aumento do retorno é de 112,7%, indo para US$19341,9. Evidencia-se que o aumento dos ingressos impulsiona um crescimento ainda maior do retorno.

Investimentos Externos - Anexo IV –US$ milhões

Período	Ingresso	Retorno	Saldo
1991	428,4	96,1	386,3
1992	2.966,8	1.652,4	1.314,4
1993	14.614,1	9.136,5	5.477,6
1994	20.532,4	16.778,2	3.754,2
1995	22.026,6	21.498,4	528,3
1996	22.935,6	19.341,9	3.593,7
1997	32.191,9	30.576,8	1.615,1
1998	21.886,7	24.349,0	-2.462,3
1999	12.396,1	11.296,0	1.100,1
Total (1991-99)	150.032,7	134.725,2	15.307,4

Fonte: CVM

Fonte: Barros, José RM; Scheinkman, José A; Cantidiano, Luiz L; Goldenstein, Lídia; Silva, Tereza MFD; Carvalho, Antonio G., ob. cit. p.25.

O crescimento do mercado secundário incentivou o aumento das emissões, resultando em uma expansão do mercado primário. Isto pode ser exemplificado analisando-se a expansão das emissões primárias das debêntures, ações e notas promissórias que ocorreu a partir do final da década de 80, como mostra a tabela a seguir. Principalmente depois de 1993, o crescimento das emissões primárias das debêntures e das ações mantiveram as mesmas em níveis bem mais elevados que no período anterior.

[35] O Anexo IV é um instrumento legal que permite a entrada de investidores estrangeiros nas bolsas de valores brasileiras, para fazerem negociações diretas de ações.

Emissões Primárias no Brasil: 1980-1999 (US$ milhões)

Período	Debêntures	Ações	Notas Promissórias
1980	288	649	
1981	1.735	290	
1982	1.752	469	
1983	696	249	
1984	299	530	
1985	115	585	
1986	139	1.198	
1987	27	390	
1988	3.253	529	
1989	1.485	758	
1990	916	775	
1991	1.011	602	
1992	339	943	
1993	3.843	841	
1994	3.304	2.259	
1995	7.574	2.112	1.260
1996	8.289*	1.152	481
1997	6.922	3.500	4.525
1998	8.674	3.484	9.681
1999	3.621	1.459	4.428

*Exclui emissão do Banco do Brasil no valor de US$ 8 bi.

Fonte: CVM

Fonte: Barros, José RM; Scheinkman, José A; Cantidiano, Luiz L; Goldenstein, Lídia; Silva, Tereza MFD; Carvalho, Antonio G., ob. cit. p.29.

Pontos gerais que estimulariam o desenvolvimento do mercado de capitais

De forma geral, as medidas de melhoria do mercado de capitais brasileiro, que resultariam em uma maior transparência, aumento de liquidez e facilidade de acesso, envolvem a incorporação de práticas de governança corporativa. Estas visam aumentar a segurança dos investidores, através de regras bem definidas, com ampliação de seus direitos. A consequência seria um aumento de liquidez e um incentivo para a participação de novas empresas, em decorrência da diminuição dos custos de captação de financiamento.

BOVESPA I apresenta uma pesquisa realizada por La Porta entre 1997 e 1999, que conclui que os países que adotam governança corporativa, no sentido de proporcionarem maior proteção aos acionistas minoritários, "apresentam 1) mercados acionários relativamente maiores; 2) menor grau de concentração da propriedade das empresas abertas; 3) maior número de

companhias abertas (normalizado pelo tamanho da população); 4) maior número de IPOs[36] (normalizado pelo tamanho da população). Adicionalmente, 5) as empresas captam mais recursos através do mercado acionário; e 6) a avaliação de mercado das empresas, medido através da relação entre valor patrimonial e valor de mercado, é comparativamente maior."[37]

De acordo com BOVESPA I, o mercado de capitais seria mais desenvolvido se fossem adotadas práticas de governança corporativa que incorporassem medidas de proteção aos acionistas minoritários. Neste sentido, deveria ampliar seus direitos e dar condições legais para que eles próprios pudessem cobrar o seu cumprimento. Para tanto, seria necessária a formação de um conselho de administração responsável por definir estratégias de negócios da empresa, com integrantes escolhidos com participação dos acionistas minoritários. Também deveria ser nomeado pelos minoritários um conselho fiscal, que avaliaria a gestão fiscal da empresa. E, de forma geral, deveriam ser criados mecanismos que visassem uma maior participação dos acionistas minoritários nas decisões da empresa.

Mudanças recentes

Dada a importância da adoção de práticas de governança corporativa no estímulo à maior participação de empresas e investidores no mercado acionário brasileiro, a BOVESPA implantou em dezembro de 2000 dois segmentos que adotam tais práticas: o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados.

A distinção entre estes dois segmentos é que o "Novo Mercado é mais voltado à listagem de empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis Diferenciados são mais direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na BOVESPA"[38]. Apesar da diferença, os dois segmentos se baseiam no mesmo princípio: o de promover as informações das empresas de capital aberto, para aumentar a transparência, facilitando a análise dos investidores, independente de estes serem acionistas controladores ou minoritários.

As práticas de governança corporativa são vistas como importantes pela BOVESPA, pois garantem proteção a todos os investidores. Em condições de fazerem uma análise mais correta, os investidores terão reduzido seu risco de investir, o que por sua vez, terá um impacto positivo

[36] IPOs são empresas que abriram capital
[37] Barros, José RM; Scheinkman, José A; Cantidiano, Luiz L; Goldenstein, Lídia; Silva, Tereza MFD; Carvalho, Antonio G., ob. cit. p. 41.
[38] Novo Mercado, 20001

sobre o valor das ações (que tenderão a se valorizar), incentivando novas empresas a participarem do mercado de capitais e as já atuantes a aumentarem suas emissões. Ou seja, o aumento da transparência e a melhora do tratamento aos investidores leva a um fortalecimento geral do mercado acionário.

Para que uma empresa participe do Novo Mercado existem algumas condições que vale destacar. Seus controladores e administradores devem assinar um contrato que estabelece as regras a serem cumpridas, sendo as mais importantes:

1) as empresas estarão sujeitas à arbitragem pela Câmara de Arbitragem do Mercado[39], quando ocorrerem conflitos de natureza societária;
2) as empresas que estão abrindo capital devem realizar uma distribuição pública mínima de R$10 milhões, seja ela primária, secundária ou uma combinação de ambas;
3) as empresas que já participam da BOVESPA não precisam fazer a distribuição pública, mas devem ter pelo menos 500 acionistas;
4) a empresa deve ter e emitir apenas ações ordinárias;
5) o Conselho de Administração da companhia deve ser composto por, no mínimo, 5 membros;
6) devem prestar informações adicionais às exigidas por lei, conforme estabelecido no contrato (ex: os demonstrativos financeiros anuais devem seguir os padrões internacionais de contabilidade);
7) a empresa deve manter um percentual mínimo de 25% de ações em circulação.

As regras para a participação dos Níveis Diferenciados são bastante similares às do Novo Mercado, mas deve-se considerar a distinção entre o Nível 1 e o Nível 2, pois o primeiro é menos restrito que o segundo. Vale destacar que o Nível 1 não exige a adesão à Câmara de Arbitragem. Por este e outros motivos, o Nível 2 está mais próximo do Novo Mercado que o Nível 1.

Uma importante distinção entre o Nível 2 e o Novo Mercado é que o primeiro permite a existência e emissão de ações preferenciais, mas estas devem conferir voto restrito em assuntos de maior importância para a gestão da empresa (ex: fusão, incorporação da empresa).

[39] A Câmara de Arbitragem do Mercado foi oficialmente instalada em 27/07/2001, para agilizar a solução de eventuais conflitos societários. Para tanto, as partes envolvidas (empresas, controladores, administradores, membros do Conselho Fiscal e Bovespa) não podem recorrer ao Poder Judiciário.

Comentário Final

Este capítulo procurou mostrar os principais pontos que bloqueiam o desenvolvimento atual do mercado de capitais brasileiro. Além dos aspectos institucionais, levou-se em consideração a conjuntura macroeconômica, já que a abertura do mercado brasileiro no início da década de 90 e as altas taxas de juros alteraram a relação entre os capitais nacionais e internacionais, assim como a relação entre as empresas nacionais e internacionais, modificando as necessidades e condições de financiamento das empresas nacionais.

Para finalizar, identificaram-se as mudanças recentes, no sentido da promoção de práticas mais avançadas de governança corporativa. Isto foi feito por intermédio da criação de segmentos distintos nas Bolsas de Valores (Novo Mercado e Níveis Diferenciados).

CONCLUSÃO

Procuramos mostrar nesta monografia que o mercado acionário brasileiro não é suficientemente desenvolvido a ponto de servir como uma forma eficiente de financiamento. Problemas de natureza institucional e macroeconômica inibem o aumento do mercado de capitais. Ao mesmo tempo, as altas taxas de juros brasileiras atraem preponderantemente investidores com perfil especulador, que visam ganhos através de compras de ações a preços baixos para revendê-las a preços mais altos, em operações de curto prazo que pouco contribuem para o financiamento das empresas.

Acreditamos que existem restrições fortes ao crescimento do mercado acionário brasileiro, e a tendência atualmente observada é uma saída de empresas (fechamento do capital). A internacionalização dos sistemas financeiros torna atrativa a captação de recursos no exterior, assim como o investimento em ativos financeiros no exterior. Além disso, na última década ocorreu uma diversificação dos ativos financeiros, com a ampliação das alternativas de financiamento das empresas. Assim, ainda que ocorram mudanças institucionais favoráveis ao mercado acionário brasileiro, o estímulo à entrada de empresas neste mercado não será automático.

Adicionalmente, as vendas para grupos estrangeiros de importantes empresas nacionais de capital aberto, ocorridas na década de 90, implicaram o fechamento de seus capitais. Muitos dos compradores de empresas nacionais públicas e privadas foram empresas internacionais, que não se financiam no Brasil ou, ao menos, não buscam recursos no mercado acionário brasileiro.

É inegável que, apesar destes problemas, o mercado acionário brasileiro ainda tem espaço para crescer, como se mostrou com base nos estudos contratados pela Bolsa de Valores (BOVESPA I e BOVESPA II). Pode-se até mesmo afirmar que existe uma discussão intensa sobre o assunto, consubstanciada na alteração da lei das SAs, e na implementação dos novos segmentos das Bolsas de Valores, que adotam práticas mais avançadas de governança corporativa.

Acreditamos que, dentre as várias sugestões apontadas por BOVESPA I e BOVESPA II, a que teria um efeito mais positivo para o crescimento do mercado acionário brasileiro seria o aumento dos investidores institucionais. Com isto, dois dos problemas destacados nestes textos

seriam enfrentados: a baixa liquidez e a falta de transparência no mercado acionário. Por seu tamanho e volume de transações, os investidores institucionais aumentariam substancialmente a liquidez no mercado acionário e teriam maior poder para cobrar das empresas informações transparentes sobres seus resultados.

BIBLIOGRAFIA

Assaf Neto, Alexandre. - *Mercado financeiro*. 4. ed. São Paulo, Atlas, 2001.

Auerbach, Robert D. - *Finacial markets and institutions*. Macmillan Publishing co-inc., 1983.

Barros, José RM; Scheinkman, José A; Cantidiano, Luiz L; Goldenstein, Lídia; Silva, Tereza MFD; Carvalho, Antonio G. - *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. Bovespa, 2000

BOVESPA, Manual. 1999.

BOVESPA, *Novo Mercado*. 2001.

BOVESPA, *Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa*.2001.

Pereira, Tiago R. *Endividamento externo e o ajuste financeiro da grande empresa industrial nos anos noventa: impactos da reinserção aos mercados financeiros internacionais, da abertura comercial e da estabilização sobre seus esquemas de financiamento.* Tese de Mestrado – Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, 1999.

Requião, Rubens. *Curso de Direito Comercial* – vol. 2; 20. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 1995.

Moreira, Maurício M. e Puga, Fernando P. *Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil Pós- Plano Real.* Texto para Discussão 84 – BNDES. Rio de Janeiro, 2000.

Nobrega, Mailson da; Loyola, Gustavo; Filho, Ernesto Moreira Guedes; Pasqual, Denise de. - *O Mercado de Capitais: Sua Importância para o Desenvolvimento e os Entraves com que se Defronta o Brasil*. Bovespa, 2000.