

RUDI KOKUBO

O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL E SUAS INFLUÊNCIAS

Trabalho apresentado ao curso de Pós-Graduação em Finanças Corporativas, como requisito parcial para conclusão do curso, sob a orientação do Professor Antônio Barbosa Lemes Júnior.

Curitiba

2003

Agradecimento:

Agradeço a ti Deus, pela oportunidade e força que me deste, a meus pais Tamio Kokubo e Olívia G. Kokubo, , por toda a sua generosidade, que muitas vezes deixaram de realizar seus desejos para realizarem os meus.

ÍNDICE

1.	INTRODUÇÃO.....	3
1.1.	Apresentação do Tema.....	3
1.2.	Definição dos Objetivos da Pesquisa.....	4
2.	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	5
2.1.1.	Origem da Moeda.....	5
2.1.2.	Funções da Moeda.....	6
2.2.	A Inflação.....	8
2.2.1.	Introdução.....	8
2.2.2.	A Inflação no Brasil.....	9
2.2.3.	Tipos de Inflação.....	12
2.3.	A Taxa de Juros.....	13
2.4.	Sistema Financeiro Nacional.....	17
2.4.1.	Conceito.....	17
2.4.2.	Estrutura do Sistema Financeiro Brasileiro.....	19
2.4.3.	Componentes do Sistema Financeiro.....	20
2.4.3.1.	Conselho Monetário Nacional.....	20
2.4.3.2.	Comissão de Valores Mobiliários.....	21
2.4.3.3.	Banco Central do Brasil.....	23
2.4.3.4.	Instituições Bancárias.....	25
2.4.3.5.	Instituições Não Bancárias.....	26
2.4.3.6.	Distribuidores de Títulos e Valores Mobiliários.....	26
2.4.3.7.	Bancos de Desenvolvimento.....	27
3.	FUNCIONAMENTO E ESTRUTURA DO MERCADO DE CAPITAIS.....	28
3.1.	Origens das Bolsas.....	28
3.2.	Evolução no Brasil.....	29
3.3.	Objetivo das Bolsas de Valores.....	30
3.4.	Compra e Venda de Ações.....	32
3.5.	O Pregão.....	33
3.6.	Modalidades Operacionais.....	34

3.6.1.	Mercado À Vista.....	34
3.6.2.	Mercado A Termo.....	37
3.6.3.	Mercado de Opções.....	39
3.6.4.	Mercado Futuro.....	41
4.	O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL.....	44
5.	A IMPORTÂNCIA ECONÔMICA DO MERCADO DE CAPITAIS..	49
5.1.	O Novo Papel das Bolsas.....	49
5.2.	Mercado de Capitais como um Fator Estratégico.....	51
5.3.	Mercado de Capitais e o Desenvolvimento.....	55
6.	AS INFLUÊNCIAS EXTERNAS DO MERCADO DE	
	CAPITAIS.....	57
6.1.	Custo Brasil.....	57
6.2.	Déficit Público.....	59
6.3.	Dívida Interna.....	61
6.4.	Balança Comercial.....	63
6.5.	Balança de Pagamentos.....	65
6.6.	Câmbio.....	66
6.7.	Dívida Externa.....	68
7.	CONCLUSÃO.....	69
8.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	72

1. INTRODUÇÃO

1.1. Apresentação do Tema

Com o processo de globalização, que resultou em um intenso intercâmbio entre os países, cada vez mais o mercado acionário vem adquirindo uma crescente importância no cenário financeiro internacional.

Seguindo essa tendência mundial, os países em desenvolvimento procuram abrir suas economias para poder receber investimentos externos. Assim, quanto mais desenvolvida é uma economia, mais ativo será o seu mercado de capitais.

Por ser um canal fundamental na captação de recursos que permitem o desenvolvimento das empresas a um custo mais baixo, gerando novos empregos e contribuindo para o progresso do País, o mercado acionário também se constitui em uma importante opção de investimento para pessoas e instituições.

Além de informações que lhe permitirão saber como e por que investir no mercado de ações, este trabalho aborda entre outros temas os conceitos básicos sobre o funcionamento das bolsas de valores, uma análise sobre quais os fatores que influenciam na oscilação do mercado de capitais e analisar porque políticas fiscais, monetárias e cambiais mal formuladas prejudicam tanto o desenvolvimento de um país, principalmente emergente como o Brasil.

Estudaremos também como a instabilidade entre estes fatores abre uma brecha especulativa, muito forte no Mercado de Capitais prejudicando as empresas produtivas, reduzindo o crescimento do país e agravando cada vez mais esta situação criando um círculo vicioso.

1.2. Definição dos Objetivos da Pesquisa

O interesse principal com o desenvolvimento desse trabalho de estudo é adquirir novos conhecimentos em uma área pouco estudada durante o período da Graduação. Conhecer os detalhes do Mercado de Capitais é de extrema importância para se obter um bom nível de conhecimento e experiência para qualquer profissional do Mercado Financeiro.

Mas existe outro objetivo pelo qual este trabalho foi motivado. Como o Brasil ainda está engatinhando, a nível mundial, em movimentações financeiras em bolsas de valores. Este trabalho será mais um incentivo a qualquer interessado a analisar como funciona este mecanismo tão complexo e importante para nossa economia. Assim poderemos debater cada vez mais as melhores formas do Brasil utilizar-se de instrumentos monetários, fiscais e cambiais para dar o suporte necessário ao crescimento econômico.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1.1 Origem da moeda

A moeda tornou-se um instrumento indispensável em qualquer sociedade, dadas suas características de servir como mecanismo de troca de excedentes de produção ou mesmo para fazer circular toda a economia e possibilitar o funcionamento do sistema econômico. A moeda permite determinar quais os bens e serviços que deverão ser produzidos e em que quantidade, como resposta à demanda por esses bens e serviços desejados pela sociedade.

A moeda possibilitou ainda a realização de empréstimos e adiantamentos às empresas, para que elas dinamizem sua produção, e ao trabalhador, para que ele possa realizar despesas desejadas. Modernamente, há necessidade de um sistema financeiro eficiente para possibilitar maior dinamismo à economia, que passa a contar com a moeda como um veículo presente em toda atividade.

Sua importância é tamanha que há hoje um sofisticado e complexo conjunto de teorias que buscam aperfeiçoar o sistema monetário, tornando-o elemento eficiente e controlado, para que o setor monetário não provoque desequilíbrios no setor de produção de bens e serviços. Para isso são acionados os instrumentos de política monetária que, agindo paralelamente a instrumentos fiscais e cambiais, estabilizam a economia, livrando-a da inflação, do desemprego e da recessão.

A origem da moeda está relacionada com a divisão do trabalho, porque retirou de qualquer indivíduo de uma sociedade a possibilidade de auto-suficiência econômica, e quanto mais um país se desenvolve, mais especializam os indivíduos, e maior passa a ser a interdependência entre eles.

2.1.2 Funções da Moeda

O que define a moeda é sua liquidez, isto é, a capacidade que ela possui de ser um ativo prontamente disponível e aceito para as mais diversas transações. A evolução da moeda, desde a sua origem até a atualidade, veio adicionando algumas características que a tornaram aceita em toda a sociedade.

Inicialmente era necessário algo que facilitasse as transações, isto é, algo que se tornasse instrumento de troca. Depois surgiu outra exigência, que era valorizar esse instrumento em comum acordo com os agentes envolvidos, ou seja, deveria possuir um valor padrão aceito por todos. Finalmente, era essencial que a moeda possuísse reserva de valor, isto é, que não perdesse seu valor com o passar do tempo.

É de fundamental importância que ela possua três características essenciais que a definem:

a) Intermediária de Troca: Com a impossibilidade de auto-suficiência econômica de um indivíduo qualquer na sociedade, tornou-se necessária a criação de um instrumento de troca, que é a moeda. A existência da moeda é fundamental nas economias em que o grau de divisão de trabalho é praticamente em maior escala. Já que a eficiência na circulação das mercadorias produzidas será proporcional à utilização da moeda como um intermediário de trocas, ela reduz o tempo empregado na comercialização dos produtos, uma vez que é de aceitação comum aos agentes envolvidos na troca.

b) Unidade de Valor: A moeda expressa o valor dos bens e serviços diversos em termos de uma unidade comum que é o padrão monetário. A vantagem da moeda em possuir essa característica é a de tornar possível uma economia de mercado mais radical pelo surgimento de um sistema de preços. Quanto mais aceita como intermediária de trocas, maior a possibilidade de se alcançar o objetivo final das transações econômicas, isto é, mais universal se torna sua aceitação perante a sociedade.

O processo de evolução para uma só mercadoria como instrumento de troca redundou, na prática, na adoção durante muitos séculos de dois metais, o ouro e a prata, conjunta ou separadamente, conversíveis um no outro. É que ambos apresentaram excelentes qualidades para a função monetária.

É esta característica que permite a mensuração dos agregados econômicos, porque sem a conversão em uma unidade monetária seria impossível medir os diversos bens e serviços produzidos pela sociedade.

c) Reserva de Valor: Permite ao usuário a opção de usar a moeda ou guardá-la para uso posterior, de acordo com suas necessidades. O tempo entre recebimento e utilização da moeda normalmente ocorre com alguma defasagem. O salário que o trabalhador recebe em um determinado dia do mês e gasta paulatinamente no decorrer do tempo é uma ilustração desse fato.

A reserva de valor limita-se aos gastos com transações e precauções, porque com o fenômeno da inflação o entesouramento perdeu sua finalidade, tendo em vista a perda do poder de compra de quem prefere entesourar certa quantidade de moeda, em vez de substituí-lo por títulos, capazes de produzir juros. Essa característica dá à moeda a possibilidade de conversibilidade imediata em outros ativos financeiros ou reais. O processo inflacionário destrói essa característica à medida que seu valor real é corroído pela elevação dos preços.

2.2 A Inflação

2.2.1 Introdução

O que caracteriza uma situação de inflação é a alta persistente e generalizada dos preços. A inflação causa problemas gravíssimos na sociedade a partir do momento em que corrói o poder aquisitivo do trabalhador, além de desestruturar toda a economia, porque provoca desequilíbrios setoriais ou em todo o sistema econômico.

A inflação pode ser um fenômeno monetário, de aumento dos meios de pagamento desproporcional à renda nacional, existe em quase todos os países. Há, também, outros fatores que podem provocar a elevação dos preços, tais como: participação do estado e de grupos monopolizados ou oligopolizados administrando preços, que tem sido um fator importante para manutenção de índices inflacionários, tanto nos países subdesenvolvidos como desenvolvidos.

Como complemento do efeito nefasto da inflação, ela exerce influência negativa no equilíbrio do balanço de pagamentos, se não forem feitos reajustes periódicos na taxa de câmbio, porque haverá estímulo às importações e desestímulo às exportações devido à perda de competitividade dos produtos domésticos que sofrem com a inflação interna. Enquanto isso os bens importados passam a ter preços competitivos, desde que os países produtores também não sofram processo de alta inflação.

2.2.2 A Inflação no Brasil

O processo inflacionário brasileiro tem origem em épocas imperiais, mas foi a partir da política expansionista da década de 50 que ele começou a atingir níveis mais alarmantes.

No início dos anos 60, em plena convulsão social gerada na época, o descontrole provocado pelos gastos públicos e pela política resultou em crescentes níveis inflacionários. Durante o ano de 1964, ela atinge o mais alto nível até então registrado, que foi de 91,9 %. A partir do governo militar implantado em abril de 1964, nova orientação foi dada ao controle da economia, iniciando-se o novo governo com uma austera política de estabilização monetária, dirigida principalmente para conter focos na pressão de demanda. Refletiu-se nos resultados da inflação registrada em 1965 que baixou para o patamar de 34,5 %.

O período de 1968/73 foi de euforia para as autoridades governamentais, que finalmente conseguiram reduzir gradativamente o índice inflacionário de 25,5% em 1968 para 15,5 % em 1973, gerando um excepcional crescimento no PIB, que apresentou uma expansão média de 11 % no período. Mas a partir de 1973, o mundo foi abalado com a crise do internacional do petróleo, acarretando para o Brasil mais um fenômeno recruscedor da inflação. Os preços de todas as matérias-primas subiram assustadoramente, notadamente o petróleo, do qual o Brasil dependia ativamente em cerca de 80 % para seu consumo interno.

Durante todo esse tempo, as autoridades se utilizaram de todos os instrumentos possíveis de política monetária, fiscal e cambial para lutar contra a alta de preços. Do lado da política monetária utilizou-se uma política creditícia e de controle da importação, na tentativa de desaquecer novamente o ritmo de crescimento da economia. Na política fiscal, adotou-se uma política mais agressiva de arrecadação de impostos e finalmente a política cambial foi adequada a uma necessidade de equilíbrio da Balança de Pagamentos para não deteriorar ainda mais a economia brasileira.

Nos últimos quatro anos, principalmente após a entrada do ministro Delfim Neto, a taxa inflacionária atingiu níveis alarmantes, alcançando a casa dos três dígitos em 1980, com 110,2 % e já saltando para 211 % em 1983. Esses índices foram resultado de uma aplicação de correção de preços dos insumos e do custo da importação, às reais condições de mercado. Ressalte-se que nesses dois anos foram aplicadas políticas monetária e fiscal austeras, mas sem alcançarem resultados satisfatórios.

Para estabilizar de vez os preços no país, foi adotado em 1986 o Plano Cruzado, que tinha como meta principal reduzir a inflação para níveis próximos a zero. O plano consistiu basicamente em eliminar toda força inercial, e, para tanto, o governo congelou todos os preços e salários por tempo indeterminado. Criou uma nova moeda em substituição ao Cruzeiro, denominado Cruzado. Eliminou a correção monetária e ainda tomou outras medidas complementares.

O resultado imediato foi a queda da taxa inflacionária para níveis extremamente reduzidos. Após o realinhamento de preços ocorrido no início do ano e com a liberação dos mesmos a inflação voltou a apresentar índices elevados, forçando o governo a adotar novo choque de economia em 12/06/1987 o Plano Bresser.

Desta vez o novo plano de estabilização congelou preços e salários por noventa dias e a partir daí adotou reajustes mensais com base na inflação média da trimestre anterior, até poder liberar novamente os preços tirando a grande força inercial novamente captada.

Outros planos foram implementados na tentativa de eliminar de vez a inflação no Brasil como o Plano Collor, em 1990, que inovou ao confiscar cerca de 80% dos ativos financeiros, o que conseguiu manter a inflação reduzida por alguns meses, mas provocando uma grande recessão.

Em 1994, o governo implementa mais um plano que introduziu uma nova moeda, o REAL. Não houve congelamento, tablitas, mas introduziu uma grade inovação com uma etapa anterior a sua criação, introduzindo um instrumento

de conversão de preços, salários e contratos pela “Unidade de Valor Real”, que depois seria convertido na nova moeda. O impacto inicial foi imediato, com a inflação se reduzindo de 50 % ao mês, em junho de 1994, para níveis próximos a 1 % ao mês, até dezembro de 1994, mantendo-se reduzida por todo o início de 1995 e até hoje.

2.2.3 Tipos de Inflação

Dependendo do foco principal do fenômeno do crescimento de preços, podemos distinguir alguns tipos de inflação que se caracterizam pela forma como é causado o processo de elevação dos preços.

a) Inflação de demanda: Ocorre quando se verifica um crescimento mais rápido na procura de bens e serviços do que na sua oferta. Esse excesso de demanda é provocado por uma melhoria no poder aquisitivo acima da capacidade de produção que pressiona os preços.

b) Inflação de custos: Verifica-se quando um dos componentes dos custos de produção tende a crescer de forma autônoma. As causas mais comuns são os aumentos salariais, as ações oligopolistas na manutenção dos preços que garantem lucros desejados, ou o aumento dos preços das matérias-primas e de máquinas e equipamentos.

c) Inflação setorial: Quando a alta de preço é provocada em um determinado setor. Essa alta pode ser originária de uma elevação de custos gerada por fatores institucionais ou de excesso de procura. Os exemplos mais comuns são ocorrências de geadas ou secas que desestruturam o mercado.

d) Inflação reprimida: Situações de mercado podem provocar elevações de preços, mas para evitar isso, as autoridades utilizam-se do tabelamento de preços de determinados produtos, ocasionando um artificialismo no mercado que, apesar das pressões deste, não pode ajustar seus preços à realidade.

e) Inflação corretiva: As pressões provocadas pelos agentes econômicos, principalmente produtores, forçam as autoridades a eliminar tabelamentos de preços para que a atividade econômica afetada readapte-se à sua nova estrutura de custos. A inflação corretiva terá efeito negativo sobre a taxa de inflação, porque a política de liberação de preços eleva o índice.

2.3. A TAXA DE JUROS

A taxa de juros é, na realidade, o preço do dinheiro ou da moeda. É aquilo que se ganha pela aplicação de recursos durante determinado período de tempo, ou, inversamente, o que se paga pela obtenção de recursos de terceiros (tomada de empréstimo) durante determinado período de tempo. No Brasil, há uma série de taxas de juros que convivem juntas. Ela forma-se basicamente no mercado monetário, ou seja, na interação entre a demanda por moeda e a oferta de moeda.

As taxas de juros definidas pelo próprio governo devem funcionar como as taxas básicas do mercado, sobre as quais se formam as demais taxas, de acordo com os riscos e os prazos das operações. No Brasil, as taxas de juros definidas pelo governo são: Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia), que é a taxa de negociação dos títulos públicos. Ela regula as operações diárias com os títulos públicos (ou seja, Selic é a média ajustada dos financiamentos diários apurados no Selic), serve como taxa básica da economia e é fixada mensalmente pelo Conselho de Política Monetária, o Copom.

A Selic é considerada a taxa básica de juros da economia porque é usada nos empréstimos que o Bacen faz a instituições financeiras. Por isso, ela serve de referência para a formação de todas as outras taxas de juros. Em março de 1999, esta taxa estava em 45% ao ano, caiu para 19,5% em julho daquele ano, chegou ao menor nível em janeiro de 2001 (15,25%), voltou a subir em julho de 2001 para 19%, patamar em que ficou durante vários meses. Em fevereiro de 2003, a Selic estava em 25,5% ao ano e o governo Lula elevou-a para 26,5%, com o objetivo de controlar a inflação. TR (Taxa Referencial de Juros), inicialmente calculada com base na média ponderada dos Certificados de Depósitos Bancários (CDB) dos 30 maiores bancos do país, com a aplicação de um redutor. Desde dezembro de 1997 o valor da TR passou a ser determinado por comunicados do BACEN. A TR é utilizada na

remuneração da caderneta de poupança e na correção dos saldos do Sistema Financeiro da Habitação (SFH).

O rendimento das cadernetas de poupança se dá de acordo com a TR mais juros de 0,5% ao mês; TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo), criada para vigorar trimestralmente, com base nas rentabilidades médias anualizadas dos títulos da dívida externa com prazo mínimo de dois anos e dos títulos da dívida interna com prazo mínimo de seis meses, tem ponderação dos títulos das dívidas externa e interna de 75% e 25%, respectivamente. No trimestre de janeiro-março/2003 essa taxa estava em 11,0% ao ano. A TJLP é utilizada nos financiamentos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Como o BNDES trabalha com fundos compulsórios, como o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e o PIS/PASEP, esses fundos são remunerados pela TJLP.

Além dessas três taxas definidas pelo governo, as quais são referenciais, uma outra taxa, também referencial, mas definida pelo mercado, são os CDBs (Certificados de Depósitos Bancários), controlados pela Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip). Os CDBs são títulos que os bancos emitem com o objetivo de captar dinheiro para suas operações de empréstimos para empresas e pessoas físicas. Ao aplicar em um CDB, o investidor concentra o risco de seu investimento no banco que escolheu. Caso esse banco feche, o cliente perde tudo o que tiver aplicado acima de R\$ 20 mil. Há CDBs prefixados e pós-fixados.

Nos prefixados, o investidor sabe antecipadamente quanto vai ganhar. Hoje a maioria dos CDBs é indexada ao CDI (Certificado de Depósito Interfinanceiro). Há CDBs de vários prazos e indexadores. As taxas variam de acordo com a quantia aplicada. A partir de R\$ 30 mil pode-se negociar algumas dessas variáveis com o banco. O investidor tem que pagar CPMF, mas os CDBs de prazos mais longos têm menor incidência da CPMF. Além desta, há ainda o imposto de renda (cobrado no vencimento ou na data de resgate) e o IOF (imposto sobre operações financeiras), se o prazo de aplicação for inferior a 30 dias.

Um aspecto importante sobre a taxa de juros, no Brasil, diz respeito à disparidade, ou seja, à grande discrepância que existe no spread bancário, que é a diferença entre a taxa de captação (taxa de juro recebida pelo aplicador) e a taxa de aplicação das instituições financeiras (taxa de juro cobrada pelos bancos para financiar o tomador, que pode ser uma empresa ou um consumidor). Um aplicador em fundos de renda fixa recebe em torno de 1,2% ao mês, as empresas pagam ao redor de 4% ao mês e o consumidor tem de pagar até acima de 7% ao mês. Essa enorme diferença é explicada, em grande parte, pelos seguintes fatores:

- a) Sobre a taxa que remunera a aplicação incidem impostos como o Imposto de Renda na fonte (20%) e o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) pelo menos para aplicações com menos de 29 dias;
- b) A chamada cunha fiscal, que são vários impostos e contribuições sobre as operações e instituições financeiras, tais como: Finsocial, PIS, Contribuição Social, Imposto de Renda, IOF, Imposto sobre o Lucro Líquido e CPMF;
- c) O elevado custo operacional dos bancos no Brasil, que é muito maior do que nos países desenvolvidos;
- d) Alta taxa de inadimplência, que faz com que haja repasse para as taxas de juros, pois o risco é maior.

Um outro ponto a ser destacado no que se refere à taxa de juros é a diferença entre taxa nominal e real de juros. A taxa nominal de juros (i) é o ganho monetário que se obtém em determinada aplicação financeira, ou o custo monetário de determinado empréstimo. Isto significa que a taxa de juros nominal pode variar tanto por mudanças na taxa real de juros como por mudanças na taxa de inflação (p). Por outro lado, a taxa real de juros é a taxa nominal de juros (a taxa Selic), descontada a taxa de inflação (ou seja, deflacionada pelo IGP-M). Matematicamente, a taxa real de juros (r) é dada pela seguinte relação:

Em 2002, como a inflação foi de 10,93% (medida pelo índice do IPCA do IBGE) e a taxa nominal de juros foi, em média, de 19%, a taxa real de juros foi de 7,27%.

Em outras palavras:

Taxa de juros nominal = taxa de juros real + taxa de inflação

Assim, se aumenta a taxa de inflação, aumenta a taxa de juros nominal, ou vice-versa: se diminui a taxa de inflação, diminui a taxa de juros nominal. Em fevereiro de 2003, as taxas médias de juros, no Brasil, variavam de 4,15% ao mês para capital de giro das empresas a 236% ao ano no cartão de crédito. O Brasil tem uma das maiores taxas de juros reais do mundo, enquanto a média dos países desenvolvidos está ao redor de (apenas) 1% ao ano.

JUROS PARA CONSUMIDORES E EMPRESAS, NO BRASIL- FEV/2003		
DESTINO DOS EMPRÉSTIMOS	TAXA DE JUROS AO MÊS (%)	TAXA DE JUROS AO ANO (%)
Para os Consumidores		
Juros no comércio	6,70	117,0
Cartão de crédito	10,6	236,0
Cheque especial	10,2	221,0
Para as empresas		
Capital de giro	4,15	63,0
Desconto de duplicatas	4,25	65,0

FONTE: ANEFAC

2.4 Sistema Financeiro Nacional

2.4.1 Conceito

O sistema financeiro pode ser entendido como sendo igual à soma das unidades operacionais que o compõem e dos responsáveis pelas políticas monetárias, creditícia, cambial e fiscal, que regulam seu funcionamento bem como os fluxos monetários entre os que dispõem de recursos financeiros e os que deles careçam, para suas atividades de produção ou de consumo.

Nada mais é, portanto, do que um conjunto, pois os agentes financeiros, sem as limitações doutrinárias ou normativas emanadas das autoridades competentes, resultariam em entidades mal definidas e indisciplinadas. Por outro lado, não teria sentido pensar-se em política econômico-financeira se inexistissem as instituições financeiras.

Dessa forma, sabe-se muito bem que um sistema que apresente parcela importante das operações de seus agentes independente das autoridades monetárias revela um perigoso grau de instabilidade.

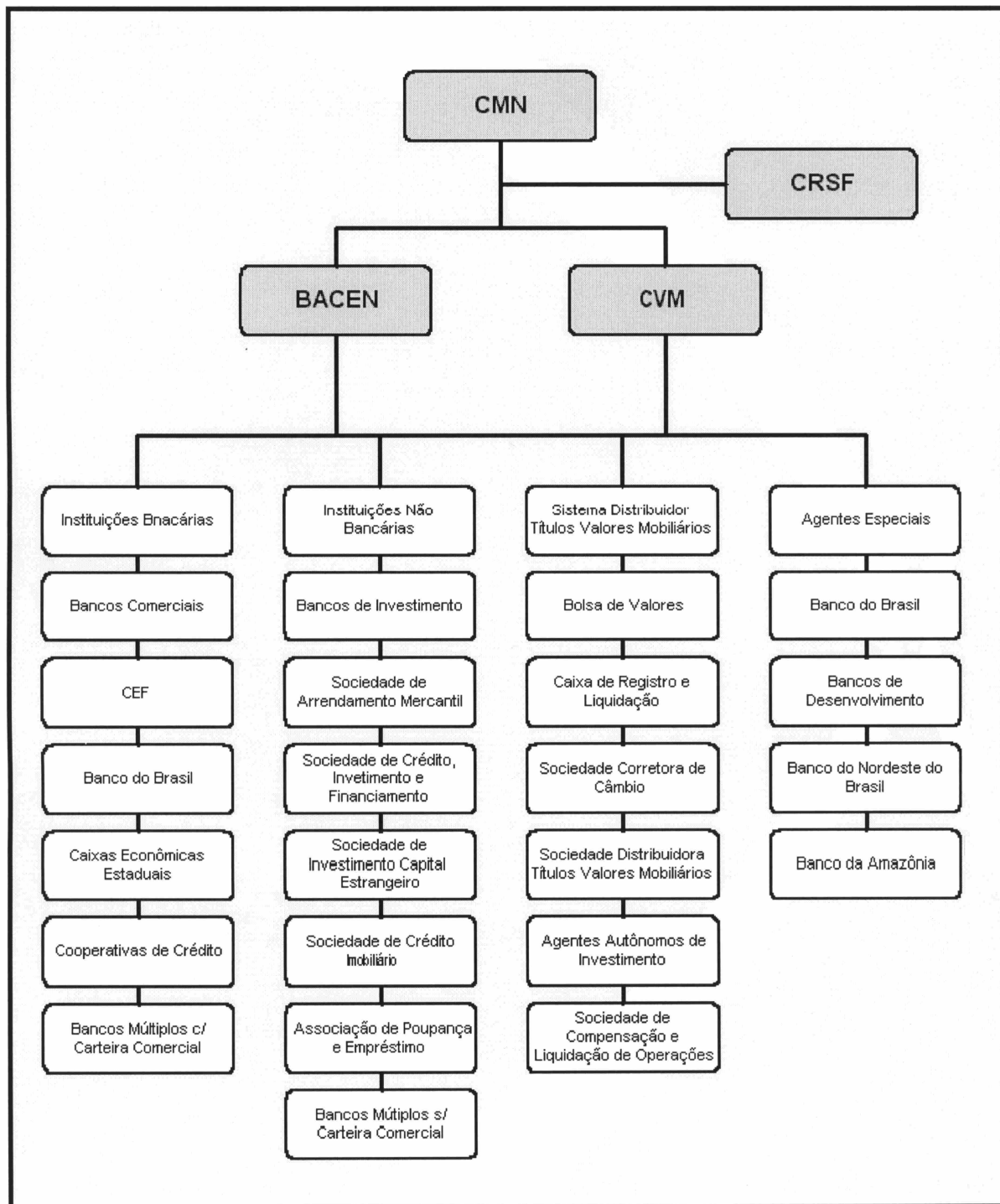
Caso isso ocorra, mais cedo ou mais tarde a situação se tornará insustentável e danosa para o próprio sistema. Assim, a satisfação dos diretores de instituições financeiras, pelo alto índice de liberdade operacional que lhes seja concedido, acaba por tornar-se muito onerosa para a coletividade, que sofrerá diretamente as conseqüências de tal estado de coisas. Conclui-se, então, que a criação de um banco central, para não se falar nas demais autoridades que caracterizam o colegiado, que congrega, nas economias modernas, os responsáveis pelas já mencionadas políticas econômico-financeiras, decorre não da imposição do Estado, mas da própria economia, que exige a sua implantação e bom funcionamento.

Este é o motivo pelo qual o sistema financeiro de cada nação é sempre coerente com seu grau de desenvolvimento e com sua força econômica. As instituições surgem, evoluem e diversificam suas funções, como um imperativo

do próprio progresso nacional. Compete às autoridades monetárias e fiscais anteciparem-se às necessidades de mercado e da produção, estimulando daquele advento, ao mesmo tempo em que cuidam de corrigir e disciplinar as distorções porventura existentes no sistema.

Em outras palavras, processo de desenvolvimento é, por definição, cambiante, requerendo e motivando transformações, a começar pelas de ordem estrutural. Por isso mesmo, se o sistema financeiro não acompanha as exigências das modificações acusadas pela economia, ou se funcionam em sentido oposto a elas, tenderá a constituir-se em grave obstáculo às atividades produtivas, desestimulando o esforço da coletividade, que verá frustrados seus justos anseios de progresso.

2.4.2 Estrutura do Sistema Financeiro Brasileiro



2.4.3 Componentes do Sistema Financeiro Brasileiro

2.4.3.1 Conselho Monetário Nacional

O Conselho Monetário Nacional é o órgão deliberativo máximo do sistema financeiro do país. Ele tem a finalidade de formular a política da moeda e do crédito, de acordo com a lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, objetivando o progresso econômico e social do país.

Seus objetivos são:

- Adaptar os volumes dos meios de pagamentos às reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento;
- Regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais;
- Regular o valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamento do país, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira;
- Orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras públicas e privadas, tendo em vista propiciar nas diferentes regiões do país condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional;
- Propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vista à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos;
- Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras;
- Coordenar as políticas monetárias, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa.

2.4.3.2 Comissão de Valores Mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários constitui órgão integrante do subsistema normativo do mercado de valores mobiliários. É uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, criada pela lei nº 6.385, tendo assumido plenamente as suas funções em 06/04/1978, com a responsabilidade de disciplinar, fiscalizar e promover a expansão, desenvolvimento e o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários, sob orientação do Conselho Monetário Nacional.

A CVM tem por finalidade contribuir para a criação de estrutura jurídica favorável à capitalização das empresas por meio do mercado de capitais de risco, fortalecimento da empresa privada nacional e defesa do acionista e investidor. Dada a natureza de suas atividades, a CVM, recebe, processa e coloca à disposição do mercado uma enorme massa de informações que exige constante atualização para permitir rapidez de acesso. Entre essas atividades, encontram-se as de verificar, indexar e colocar à disposição do público 10.000 documentos anuais encaminhados por companhias da capital aberto; realizar mensalmente; 735 atendimentos de balcão e outros 943 atendimentos telefônicos de consultas de investidores; analisar e administrar a documentação referente a 2.500 carteiras de investidores estrangeiros, 300 fundos mútuos, 40 fundos de investimento de capital estrangeiro, 980 administradores de carteiras, além dos fundos de conversão de capital estrangeiro e das diversas modalidades de fundos de privatização; credenciar e acompanhar a atuação de 1.353 intermediários, entre bolsas, bancos múltiplos, corretoras e distribuidoras; além de acompanhar o desempenho, analisar processos e autorizar emissões referentes a 849 companhias abertas e 1.536 empresas incentivadas.

Seus objetivos são:

- Emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
- Negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;

- Organização, funcionamento e operações das bolsas de valores;
- Administração de carteiras e custódia de valores mobiliários;
- Auditoria das companhias abertas;
- Serviços de consultor e analista de valores mobiliários.
- Estimular a formação de poupança e a sua aplicação em valores mobiliários;
- Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;
- Assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e do balcão;
- Proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários e contra atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores da carteira de valores mobiliários negociados no mercado;
- Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinada a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;
- Assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e às companhias que os tenham emitido.

2.4.3.3 Banco Central do Brasil

O Banco Central do Brasil, criado pela lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, é uma autarquia federal integrante do Sistema Financeiro Nacional. No cumprimento de sua missão de ser o agente da sociedade para assegurar o equilíbrio monetário, o Bacen adota os seguintes objetivos: zelar pela adequada liquidez da economia, manter as reservas internacionais do país em nível satisfatório, assegurar a formação de poupança em níveis apropriados e garantir a estabilidade e o aperfeiçoamento do Sistema Financeiro Nacional.

Pode ser considerado um órgão intermediário entre o CMN e as demais instituições financeiras do país, cuja finalidade é executar e fiscalizar o cumprimento de todas as normas criadas pelo Conselho Monetário Nacional.

O Bacen foi criado para atuar como órgão executivo central do sistema financeiro, cabendo-lhe a responsabilidade de cumprir e fazer cumprir as disposições que regulamentam o funcionamento do sistema e as normas expedidas pelo CMN. É por meio do Bacen que o estado intervém diretamente no sistema financeiro e, indiretamente, na economia.

Seus objetivos são:

- Emitir papel-moeda e moeda metálica nas condições e limites autorizados pelo CMN;
- Receber os recolhimentos compulsórios dos bancos comerciais e os depósitos voluntários das instituições financeiras e bancárias que operam no país;
- Realizar operações de redesconto e empréstimo às instituições financeiras dentro do enfoque de política econômica do Governo ou como socorro a problemas de liquidez;

- Regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis;
- Efetuar como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais;
- Emitir títulos de responsabilidade própria, de acordo com as condições estabelecidas pelo CMN;
- Exercer o controle de crédito sob todas as suas formas;
- Exercer a fiscalização das instituições financeiras, punindo-as quando necessário;
- Autorizar o funcionamento, estabelecendo a dinâmica operacional, de todas as instituições financeiras privadas;
- Vigiar a interferência de outras empresas nos mercados financeiros e de capitais;
- Controlar os fluxos de capitais estrangeiros garantindo o correto funcionamento do mercado cambial, operando inclusive, via ouro, moeda ou operações de crédito no exterior.

2.4.3.4 Instituições Bancárias

Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas, públicas e privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, a intermediação ou a aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

As instituições bancárias operam com ativos financeiros monetários, pertencendo, assim, a um sistema financeiro nacional que poderia ser caracterizado como subsistema monetário, ao qual é dada a faculdade de emissão de moeda (moeda escritural). Essas instituições também são caracterizadas pela captação de depósitos a vista, livremente movimentados por meio de cheques emitidos pelos depositantes.

São exemplos de instituições bancárias:

- Bancos Comerciais;
- Caixa Econômica Federal;
- Banco do Brasil;
- Cooperativas de Crédito;
- Bancos Múltiplos.

2.4.3.5 Instituições Não-Bancárias

As instituições não bancárias são aquelas que operam com ativos financeiros não monetários, pertencendo, assim, ao subsistema não monetário do Sistema Financeiro Nacional, ao qual não é permitida a emissão de moeda escritural, pela impossibilidade de captar depósitos a vista.

São exemplos de Instituições não bancárias:

- Bancos de Investimento;
- Sociedades de Arrendamento Mercantil;
- Sociedades de Crédito, Investimento e Financiamento;
- Sociedades de Crédito Imobiliário e Associações de Poupança e Empréstimos

2.4.3.6 Distribuidores de Títulos e Valores Mobiliários

O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende:

- Instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objetivo distribuir emissão de valores mobiliários;
 - a) Como agentes da companhia emissora;
 - b) Por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para colocar no mercado.
- Sociedades que tenham por objetivo a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria;
- Sociedades e agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão;
- Bolsa de Valores

2.4.3.7 Bancos de Desenvolvimento

Os bancos de desenvolvimento fazem parte do sistema nacional de bancos, principalmente para atuar como agente financeiro de desenvolvimento dos estados na assistência ao desenvolvimento das ações nas áreas da indústria e agropecuária, como também ajuda técnica. Estão voltados para o desenvolvimento econômico e social. De forma centralizada o sistema funciona com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social como Entidade Central. Assim os bancos e companhias de desenvolvimento podem ser regionais ou estaduais. No Brasil são exemplos de bancos regionais: Banco do Nordeste, Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul, Banco da Amazônia. Tanto a função desses como a dos Bancos Estaduais de Desenvolvimento, em todos os pormenores, serão iguais à do BNDES.

3. FUNCIONAMENTO E ESTRUTURA DO MERCADO DE CAPITALIAIS.

3.1. Origens das Bolsas

A palavra Bolsa, no seu sentido comercial e financeiro, nasceu em Bruges, capital de Flandres, pertencente à Liga Hanseática, onde se realizavam assembléias de comerciantes na casa de um senhor chamado Van der Bourse, em cuja fachada havia um escudo com três bolsas, brasão d'armas do proprietário.

A Bourse de Paris foi implantada por Luís VII em 1141, sendo regulamentada em 1304. Os agentes de change, todavia, preferiam reunir-se na Pont-aux-Changes sobre o Sena. Napoleão I fixou-a depois num prédio suntuoso, onde permanece até hoje. Aí se organizou a corbeille, espaço circular onde os corretores apregoavam os negócios.

Em 1698 foi fundada a Bolsa de Fundos Públicos de Londres, de acesso vedado ao público em geral, orientada por um delegado, e com associados brokers (corretores intermediários) e jobbers (que negociavam por conta própria). Pouco tempo antes, os ingleses haviam instalado o Banco da Inglaterra, que fixava para sempre o padrão de purificação de ouro e cunhagem de moedas de ouro.

Esses fatores criavam, o primeiro sistema financeiro integrado do mundo moderno. Embora as operações com valores já estivessem legalizadas, o enorme crescimento das negociações naquele ano exigiu a organização da Bolsa em caráter oficial.

Somente no século XVIII estas instituições atingiram grande desenvolvimento, quando as exigências de crédito público obrigaram os banqueiros a fracionar os empréstimos em títulos de participação. Com a expansão das sociedades por ações, permitindo grandes agrupamentos de recursos, elas assumiram um papel preponderante na oferta e procura de capitais.

3.2. Evolução no Brasil

A reestruturação econômica do país, na primeira metade do século passado, exigiu a reorganização do sistema financeiro, abrangendo também a figura do corretor. As disposições sobre o ofício já apreciavam na legislação, a partir do século XVIII, mas a regulamentação da atividade só viria a acontecer em 1845, através do Decreto nº 417, com o objetivo principal de evitar a interferência, nessas operações, de um número irrestrito de pessoas.

Desde então, os corretores Oficiais de Fundos Públicos passaram a ter cargos vitalícios, mediante nomeação do Ministro da Fazenda, tendo em vista que representavam o Governo em seus atos.

O estado tinha interesses evidentes na organização dos corretores. Em 1876, era decretada a cotação de títulos em pregão e, no ano seguinte, aconteceu a regulamentação do pregão, considerada o marco inicial do funcionamento do pregão da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Este decreto organizava a Corporação de Corretores de Fundos Públicos e dispunha sobre as operações por eles realizadas em Bolsa.

Em São Paulo, em dezembro de 1894, foi aprovada uma tabela de corretagem para a embrionária Bolsa Livre de Valores, por ato do governo estadual. Este fato representou o passo inicial para criação dos primeiros cargos de corretores de fundos públicos. Em 1897, o Governo Estadual instituía a Bolsa Oficial de Títulos de São Paulo.

Foi a partir das reformas que institucionalizaram o sistema financeiro nacional, iniciadas em 1964, que as Bolsas de Valores assumiram as características que hoje possuem.

3.3. Objetivo das Bolsas de Valores

As Bolsas de Valores são associações civis, sem fins lucrativos. Seu patrimônio é representado por títulos que pertencem às sociedades corretoras membros. Possuem autonomia financeira, patrimonial e administrativa, mas estão sujeitas à supervisão da Comissão de Valores Mobiliários e obedecem às diretrizes e políticas emanadas do Conselho Monetário Nacional.

Os membros dessas entidades são as firmas constituídas pelos antigos corretores de fundos públicos e as novas sociedades corretoras. Desde que autorizada pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários, qualquer sociedade pode adquirir um título patrimonial da Bolsa em que deseje ingressar, submetendo-se às exigências legais e estatutárias da mesma, e tornando-se uma sociedade corretora.

Seus objetivos e atividades são:

- Manter um local adequado à realização, entre corretores, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre, organizado e fiscalizado pelos próprios membros, pela autoridade monetária e pela CVM,
- Criar e organizar os meios materiais, os recursos técnicos e as dependências administrativas necessárias à pronta, segura e eficiente realização e liquidação das operações efetuadas no recinto de negociação,
- Organizar, administrar, controlar e aperfeiçoar o sistema e o mecanismo de registro e liquidação das operações realizadas,

- Estabelecer sistema de negociação que propicie e assegure a continuidade das cotações e a plena liquidez do mercado de títulos e valores mobiliários,
- Das ampla e rápida divulgação às operações efetuadas em seu pregão,
- Assegurar aos investidores completa garantia pelos títulos e valores negociados,
- Exercer outras atividades conexas e correlatas que lhe sejam permitidas por lei.

3.4. Compra e Venda de Ações

Os investidores compram ações de companhias, em Bolsa, através das sociedades corretoras. O investidor emite uma ordem de compra ou de venda à sua corretora e esta se encarrega de executá-la no pregão. Para isto ela mantém, no recinto de negociação, operadores habilitados através de um exame de qualificação.

O operador, de posse das ordens de compra e de venda dos clientes de sua corretora, participa diretamente do pregão, apregoando seus negócios.

São admitidos à negociação apenas os títulos e valores mobiliários registrados na Bolsa: ações de sociedades anônimas (devidamente registradas na CVM com todas as condições legais e cujas empresas emissoras tenham cumprido as exigências da Bolsa de Valores) e títulos Públicos Federais e Estaduais.

As operações em Bolsa são remuneradas à base de comissões sobre os negócios efetuados. Estas comissões são periodicamente atualizados por instrução da CVM. Em valores aproximados, a tabela de corretagens é válida para todas as operações nas Bolsas de Valores do Brasil.

A tabela é elaborada com base no valor venal das operações executadas em uma mesma Bolsa de Valores, em um mesmo dia, para o mesmo cliente. Os valores são expressos em reais, fixados pela CVM, e é permitida a negociação para mais ou menos em até 100% sobre a tabela.

Em valores nominais, válidos desde agosto de 1994, a tabela é a seguinte:

Até	.....	R\$ 498,62	.....	2%
De	.....	R\$ 498,62 a R\$ 1.514,69	.....	1,5%
De	.....	R\$ 1.514,69 a R\$ 3.029,38	.....	1%
Acima de	.....	R\$ 3.029,38	.....	0,5%

3.5. O Pregão

Local mantido pelas Bolsas para a realização de negócios de compra e venda de títulos, principalmente ações, em mercado livre e aberto. O pregão é o principal recinto de uma Bolsa de Valores, e onde se realiza todo o seu processo operacional. Apesar de realizar-se dentro de uma sala de dimensões normais, o pregão é um mercado onde se efetuam milhares de negócios em um só dia, de forma segura, ágil e livre. Atualmente, o conceito de pregão transcende o aspecto físico, uma vez que parte dos negócios são executados eletronicamente.

No pregão encontram-se os fluxos de oferta e procura do mercado de ações. Milhares de pessoas que desejam comprar e vender ações estão aí representadas pelos operadores de Bolsa (os próprios corretores ou seus prepostos). De certa forma, é como se toda essa gente estivesse ali presente, anunciando, cada um, a viva voz, os seus desejos de comprar e vender ações de companhias.

O pregão deve funcionar como um mercado transparente: todos devem ter conhecimento, ao mesmo tempo, de todos os fatores importantes que possam afetar o preço atual ou futuro do objeto das transações.

O sistema de informações instantâneas do pregão visa a criar as práticas eqüitativas, no que se refere ao conhecimento das condições gerais do mercado e dos papéis negociados. A bolsa só alcança seus fins quando quem compra sabe o que está comprando e quem vende sabe exatamente o que está vendendo.

3.6. Modalidades Operacionais

3.6.1. Mercado À Vista

Ações emitidas por empresas abertas são negociadas no mercado à vista quando sua compra e venda são voltadas para a liquidação imediata. Os prazos para esse tipo de transação são dois dias após a negociação para liquidação física e três para a liquidação financeira.

A liquidação física é o processo de tornar a título disponível à bolsa para entrega ao comprador. Assim, no segundo dia útil (D2) após a negociação em pregão (D0), a sociedade corretora que intermediou a ordem de venda deve entregar à bolsa os títulos que, após a liquidação financeira, estarão à disposição do comprador.

A liquidação financeira que ocorre no terceiro dia útil (D3) após a realização do negócio em pregão, compreende o pagamento pelo comprador do valor total das ações, o recebimento pelo vendedor e a transferência efetiva das ações.

Para negociar no mercado à vista é necessária a intermediação de uma sociedade corretora credenciada pela bolsa a executar as ordens de compra e venda, através de seus operadores em pregão. Os representantes das corretoras poderão negociar apregoando suas ofertas de viva voz ou a corretora poderá cumprir as ordens de seus clientes através do Sistema Eletrônico de Negociação (Mega Bolsa). Assim, encontraremos duas formas de negociações com ações no mercado à vista:

As ações também podem ser transacionadas fora do horário regular do pregão no denominado *After Market*, como comentamos anteriormente. Essa transações deverão ser realizadas com aquelas ações que foram negociadas durante o pregão do mesmo dia. Para realizar ordens de compra e venda nesse mercado, os investidores também necessitarão cadastrar-se em um corretora credenciada pela Bovespa, sendo que a variação de preços das

ações no *After Market* deverá ser no máximo de 2 % acima ou abaixo do preço de fechamento do pregão diurno. As operações efetuadas nesse mercado são divulgadas através do site Bovespa.

As ordens de compra e venda de ações podem ser enviadas pelos investidores às corretoras de diferentes formas. Algumas delas são:

- Ordem a mercado: Quando o investidor especifica à corretora apenas a quantidade e as características dos títulos que deseja comprar ou vender, sendo que a corretora executa a ordem a partir de seu recebimento. Caso o momento de execução fique a critério da corretora, será caracterizada uma ordem administrada.
- Ordem limitada: Quando o investidor estabelece o preço máximo ou mínimo pelo qual quer comprar ou vender determinada ação. Ela somente será executada por um preço igual, ou melhor, do que o indicado.
- Ordem casada: Quando o investidor determina uma ordem de compra de um título e uma venda de outro, escolhendo qual operação deverá ocorrer primeiro. A efetivação da transação é condicionada ao fato de ambas as ordens serem executadas.
- Ordem de financiamento: Quando o investidor determina uma ordem de compra (ou venda) de um título em um mercado e uma outra concomitante de venda (ou compra) de igual título, no mesmo ou em outro mercado, com prazos de vencimento distintos.

As operações realizadas no mercado à vista envolvem custos de transação na forma de emolumentos e taxa de corretagem pela intermediação. O cálculo da taxa de corretagem é feito por faixas sobre o total de compras mais vendas das ordens realizadas em nome do investidor, por corretora e pregão.

Além desses custos, existe também o Aviso de Negociações com Ações (ANA) que deveria ser cobrado por cada pregão em que o investidor realizar negócio, independente do número de transações. Mas esse aviso está isento de custo por tempo indeterminado.

No mercado à vista podem ocorrer, ainda, as operações de *day-trade*, operação de arbitragem em que um investidor compra e vende, num mesmo pregão, a mesma ação através de uma mesma corretora, o que pode ocorrer em mercados diferentes (compra em um e vende em outro) ou no mesmo mercado, mas em tempos diferentes. Nos casos dessas negociações, não ocorrerá a entrega física dos papéis, apenas a liquidação financeira em D + 3.

3.6.2 Mercado A Termo

O mercado a termo, da mesma forma que o mercado futuro, envolve um acordo de compra e venda de certo ativo para ser entregue numa data futura, a um preço previamente estabelecido. A característica também presente no contrato a termo é que ele obriga uma parte a comprar – e a outra a vender – o ativo-objeto da negociação.

Existem, no entanto, algumas diferenças básicas entre o contrato a termo e futuro. O contrato a termo não deve obrigatoriamente seguir padrões impostos pelas bolsas de valores, já que se constitui em contrato particular firmado entre duas partes. O contrato a termo reflete um acordo particular estabelecido entre dois investidores, não sendo geralmente negociado em bolsas de valores.

O prazo de vigência não é padronizado como os futuros, sendo estabelecido de comum acordo entre as partes. Ao contrário também do contrato futuro, em que os valores são ajustados diariamente, as operações a termo não sofrem ajustes periódicos a valores de mercado, considerando que a entrega final do ativo-objeto (liquidação do contrato) se dará numa única data futura acordada. É bastante raro uma liquidação antecipada de contrato a termo. Os contratos futuros encerram-se geralmente antes do vencimento, necessitando, em consequência, de ajustes diários a valores de mercado.

No mercado a termo o comprador deve entregar à Bolsa margem para garantia da operação, que pode ser dinheiro (mínimo de 20% do valor da operação) ou em títulos. A margem independe do prazo de liquidação, mas a Bolsa pode chamar reforço de margem, caso as garantias se revelem insuficientes para liquidação da operação.

A negociação a termo consiste basicamente na compra ou venda para liquidação em data futura. O comprador e o vencedor acertam a cotação e o prazo e na data combinada o comprador efetuará o pagamento e receberá as ações.

O investidor pode comprar um título à vista e simultaneamente vendê-lo a prazo (contrato a termo), o que equivale a conceder um empréstimo a rendimento fixos.

Se, por outro lado, o investidor vende um título à vista e vinculadamente, comprá-lo a prazo (contrato a termo), equivale a tomar dinheiro emprestado a prazo. Logo, o contrato a termo é uma operação de financiamento.

O prazo dos contratos a termo pode ser de 30,60,90,120,150 e 180 dias. Sobre as operações a termo incidirão os seguintes custos:

- Corretagem: livremente negociada com o cliente.
- Taxa de registro: 0,025%
- Taxa de liquidação e compensação: 0,025%

3.6.3. Mercado de Opções

Uma importante alternativa dos mercados futuros é o mercado de opções, cujo desenvolvimento é mais recente. Esse mercado trabalha, basicamente, com dois tipos de contratos.

- Opções de compra – calls, concede ao titular do contrato o direito (e não a obrigação) de adquirir no futuro um determinado ativo por um preço previamente estabelecido. Para o vendedor da opção, ao contrário, há uma obrigação futura, sempre que exigida pelo comprador, de entregar os ativos negociados àquele preço.
- Opções de venda – puts, dá ao detentor do contrato (comprador da opção de venda) o direito, porém não a obrigação, de vender no futuro um ativo por um certo preço preestabelecido. O vendedor dessa opção, por seu lado, tem a obrigação de entregar no futuro, se exigido pelo comprador, os ativos-objetos do contrato de opções ao preço fixado.

O que diferencia um contrato futuro de um contrato de opções é a obrigação que o primeiro apresenta de ser adquirir ou vender algo no futuro. O contrato de opção, ao contrário, registra unicamente o direito do titular de exercer sua opção de compra ou venda a um determinado preço no futuro, não sendo obrigatório seu exercício.

O exercício de uma opção pode ser realizado num único momento estabelecido, ou em qualquer data de certo intervalo de tempo futuro. Quando a opção definir somente uma data futura para a realização do direito de compra ou venda, é denominada de européia. Quando a exercício da opção puder ser realizado em qualquer momento do prazo estabelecido para a operação, diz-se que a opção é americana.

Identicamente aos contratos futuros, as opções podem também ser utilizadas em alternativas de hedge. Por exemplo, se um investidor de ações desejar proteger sua posição contra uma possível desvalorização de mercado,

pode adquirir opções de venda de ações no futuro a um preço fixado no presente.

É importante que se registre que o exercício do direito de um contrato de opção depende, essencialmente, do comportamento do preço de mercado. Se a cotação do mercado cair abaixo do preço da opção de venda, o investidor é evidentemente atraído a exercer seu direito, o que permite a realização de um resultado positivo (ou, pelo menos, a preservação de sua posição patrimonial). Caso o preço do mercado a vista supere o valor das opções de venda, o direito não deve ser exercido, vencendo o prazo da opção sem o exercício do direito de venda.

Ao se adquirir uma opção, o investidor deve pagar um prêmio cujo valor é definido pelas forças de oferta e procura de mercado. Esse valor não é devolvido pelo vendedor da opção, independentemente de o contrato de opção ser ou não exercido. Dessa forma, não interessando ao investidor exercer seu direito previsto no contrato de opção adquirido, ele perderá o prêmio pago ao vendedor.

O preço que o comprador pode exercer, em seu direito de compra ou de venda previsto no contrato de opção, é denominado de preço de exercício. Este preço é estabelecido pelas próprias Bolsas de Valores, procurando adequá-lo ao comportamento esperado de valorização do mercado a vista e ao prazo de vencimento da opção.

3.6.4. Mercado Futuro

O mercado futuro é o mercado no qual se negociam lotes-padrão de ações com datas de liquidação futura, ou seja, é um mercado em que são estabelecidos contratos futuros. Um contrato futuro representa um compromisso entre duas partes, comprador e vendedor, de efetivar em data futura e predefinida a comercialização de determinado produto agropecuário ou ativo financeiro, com características já estabelecidas e pro preço negociado em pregão.

Esses contratos padronizam o objeto de negociação, a quantidade, o mês de vencimento, os locais e procedimentos de entrega, e os custos envolvidos na operação; somente o preço futuro será negociado entre as partes, através do pregão, por intermédio de corretoras de mercadorias. Apesar de haver a possibilidade de entrega física do produto, a idéia básica é garantir preços e não liquidação física, pois ambos os participantes de uma transação poderão reverter sua posição, antes da data de vencimento.

Os vencimentos dos contratos futuros dependerão do produto do contrato, sendo que, exceto o contrato de boi gordo, todos os demais possuem vencimento somente em alguns meses do ano, que são definidos em função de liquidez (concentração maior de negócios), meses de safra e entressafra, e datas definidas por outras bolsas (para permitir a arbitragem entre mercados).

O participante de um contrato futuro pode permanecer na bolsa até o vencimento do contrato, quando então optará pela liquidação física ou financeira do contrato; ou sair do mercado através da liquidação por reversão de posição.

A reversão de posição é a realização de uma operação inversa à que havia sido feita anteriormente. Isto é, no caso de uma pessoa que possui um contrato futuro em que é o comprador do produto, ele deverá realizar um contrato futuro de venda do mesmo produto, para o mesmo vencimento e

através da mesma corretora. No caso de ser o vendedor, deverá firmar o contrato como comprador.

Quando o participante do contrato é o comprador do produto, diz-se que ele está comprando; e quando é o vendedor, que está vendido. A posição vendida é também conhecida *short* e a comprada, *long*. Assim, a reversão de posição para o participante vendido é a compra de contratos iguais aos que possui, e para o comprado é a venda. A bolsa então irá cruzar os negócios e liquidar a posição do interessado no número de contratos que tenha revertido. Se tiver comprado ou vendido exatamente a mesma quantidade de contratos em que estava vendido ou comprado respectivamente, sua posição estará liquidada.

A liquidação física de um contrato futuro é a entrega ou o recebimento da mercadoria referente ao compromisso. Nesse caso, a corretora deverá emitir o Aviso de Intenção de Liquidação por Entrega, no período que vai do quinto dia útil anterior à data de vencimento do contrato até o último dia de negociação. Os locais e procedimentos de entrega são determinados pela Bolsa e, portanto, já conhecidos desde o estabelecimento do contrato.

No entanto, as entregas de produtos negociados na BM&F não ultrapassam 2% do volume negociado, pois na data do vencimento geralmente os participantes preferem realizar a liquidação financeira de seus contratos e vender seu produto em mercados mais próximos de sua localização, pois terão menores custos de deslocamento.

A liquidação financeira é o resultado do pagamento ou recebimento referente ao preço da mercadoria por ocasião da entrega mais o acerto de contas representado pelo ajuste diário. O ajuste diário é o mecanismo desenvolvido para reduzir o risco de não cumprimento do contrato futuro devido a uma grande diferença entre o preço negociado e o preço à vista no vencimento do contrato. Ou seja, como o preço futuro de um contrato é negociado em pregão e depende das expectativas de oferta e demanda futuras de um produto, esse preço pode oscilar de acordo com novas informações ou

agentes surgidos no mercado. Assim, o preço futuro do pregão de ontem pode ser superior ou inferior ao preço negociado no pregão de uma semana atrás. A tendência é que, à medida que se aproxime cada vez mais do preço à vista.

Desse modo, ao fechar um negócio para o mês futuro a determinado preço de vencimento e no próximo pregão esse preço se modificar, o vendedor ou comprador deverá pagar ou receber um ajuste que equivalente ao valor financeiro da variação do preço futuro.

Além dos ajustes diários, que são creditados ou debitados no dia seguinte ao encerramento do leilão, os compradores e vendedores de contratos futuros devem posicionar também uma margem de garantia. As margens são definidas pela Bolsa por mercadoria e contrato, e devem ser depositadas no início de cada operação. Elas garantem que, caso o cliente deixe de pagar os ajustes diários, após ser considerado inadimplente o valor não pago será coberto pelas margens. Se não forem utilizadas, as margens são devolvidas ao final do contrato.

4. O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

O mercado brasileiro de ações e títulos de dívida tem significado potencial de expansão. O crescimento da institucionalização da poupança e a tecnologia de informação abrem um imenso potencial para atração de novos investidores e redução dos custos de intermediação.

A participação dos ativos de renda variável no portfólio dos investidores ainda é pequena. A captação de recursos pelas empresas nesse mercado ainda é baixa. Se incluirmos os títulos de dívida emitidos por empresas, as proporções do mercado brasileiro são ainda menores.

Apesar disso, os sinais são animadores do lado da institucionalização da poupança. 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.

Além da estabilidade econômica, vários fatores devem reforçar a tendência de crescimento do patrimônio desses investidores. A expansão da classe média no Brasil é um deles. Outro é o desenvolvimento da previdência privada, em grande parte decorrente da percepção da falência do regime previdenciário público. As novas tecnologias centradas na Internet também terão um papel importante, ao facilitar o acesso e reduzir os custos de transação.

Todos esses fatores implicam em um enorme potencial de crescimento da oferta de recursos para investimentos do mercado de capitais nos próximos anos. As possibilidades de financiamento dos investimentos e do desenvolvimento econômico que essa tendência oferece são excepcionais.

No entanto, mesmo num cenário mais favorável teremos problemas. O mercado acionário tem baixa liquidez: gira em média R\$ 400 a R\$ 500 milhões por dia, comparando com a US\$ 60 bilhões nos EUA. O número de empresas

nas Bolsas é pequeno, assim como a participação dos investidores institucionais no mercado.

Há entraves ao aproveitamento desse potencial em prol do desenvolvimento do país. A tributação atual aumenta o custo de transação e reduz a liquidez, dois dos mais importantes fatores para o desenvolvimento do mercado. A crise fiscal e a Constituição de 1988 ampliaram o déficit público, exigindo o crescimento da carga tributária. Para piorar, isso aconteceu essencialmente via criação e ampliação de impostos distorcivos.

A mais grave dessas incidências tem sido a CPMF. Em um mercado onde os spreads de intermediação são muito baixos, a CPMF representa um diferencial de custos incontornável para o investidor. Os que podem migrar para mercados onde a tributação tem alguma racionalidade. Hoje, o mercado de Nova Iorque já detém a maior parte das operações com os principais papéis do mercado acionário brasileiro.

Além de um sistema tributário não distorcivo, o mercado de capitais necessita de três requisitos básicos: liquidez, transparência e facilidade de acesso. Por várias razões, esses requisitos nem sempre estão presentes de forma adequada no Brasil.

No item transparência, na época da inflação elevada era praticamente impossível obter-se dados confiáveis sobre as empresas. Entender os balanços demandava um exercício complexo, envolvendo cálculos para se chegar a valores reais e comparações com critérios quase sempre variáveis. Com o Plano Real, essa restrição foi superada, proporcionando condições de funcionamento do mercado em todos os segmentos.

Transparência requer também estabilidade das regras. Elas não podem estar sujeitas a mudanças impostas pela política econômica no curto prazo ou subordinada a influências de outra natureza. Nesse aspecto, o mercado de capitais brasileiro é frágil. As mudanças ocorrem com freqüência e prejudicam sua previsibilidade e funcionamento.

Um exemplo de redução da transparência é dado pelas alterações na Lei das Sociedades Anônimas efetuadas em 1997. Foram as mais significativas desde a Lei 6.404, de 1976. Como um dos principais objetivos era facilitar as privatizações, deu-se grande poder aos controladores, em detrimento dos minoritários. Reduzir os riscos dos minoritários é, assim, um avanço necessário. Aumentaria a transparência do mercado, reduziria o risco e incentivaria um maior número de investidores.

Outro campo são as restrições à movimentação de capitais, que tende a ganhar importância à medida que os mercados financeiros mundiais ficam mais integrados, especialmente com a expansão das transações via internet. Felizmente, tem aumentado a liberdade de capitais no Brasil. A tendência é que o Brasil atraia capitais em volume muito maior do que exporte. Restrições de capitais significariam a perda de um importante elemento de poupança externa para o desenvolvimento do mercado e do próprio país.

Causa preocupação o fechamento do capital de muitas empresas, algumas delas com participação importante nas Bolsas brasileiras. Outras, cujos papéis tinham grande liquidez, decidiram adquirir a maioria das ações, retirando-as do mercado. Em alguns casos, o fechamento decorreu da mudança do controle acionário, como no caso das empresas de telefonia. Também contribuiu o aumento das operações de fusões e aquisições, sobretudo daquelas efetuadas com capital externo, não dependente do mercado de capitais nacional.

Esse fechamento diminui a oferta de papéis, o número de negócios e a liquidez do mercado. No contexto de intensa reestruturação da economia, seria normal o fechamento, que deveria ser, todavia, temporário. Seria normalmente compensado pela abertura de capital das empresas em função do próprio desenvolvimento econômico. Essa compensação não vem ocorrendo, todavia, e o principal motivo é sem dúvida o conjunto de entraves assinalados, que elevam excessivamente os custos da abertura do capital.

Ainda são elevadas as incertezas da economia brasileira, em sua quase totalidade decorrentes dos problemas estruturais do setor público. Os juros altos são sua principal consequência e refletem os correspondentes prêmios de risco. A rigor, essa restrição não pesa apenas sobre o mercado de capitais, mas é aqui onde são piores os seus efeitos, principalmente porque a aplicação de poupanças assume características de curto prazo, não sendo adequada para financiar investimentos. A oferta de recursos para o mercado de capitais também se reduz.

As elevadas taxas de juros inviabilizaram o desenvolvimento de muitos projetos no mercado de capitais. O melhor exemplo é o Sistema Financeiro Imobiliário. Desde 1997, dispomos do arcabouço jurídico para a securitização de hipotecas e até de uma empresa, a Cibrasec, formada por instituições financeiras brasileiras e estrangeiras. Apesar disso, os juros fazem com que o sistema funcione de forma muito limitada: o financiamento para compra de imóveis com essas taxas é simplesmente inviável.

O mercado de capitais, assim como todos os outros tem sido afetado por incertezas jurídicas, tais como as quebras de contrato por ocasião dos planos de estabilização. O judiciário também agrega incertezas. As leis adquirem múltiplas interpretações, aumentando a insegurança e o risco dos contratos.

No terreno da regulamentação, o principal órgão, a CVM, é ainda institucional e materialmente frágil. A CVM segue as regras da administração pública quanto à sua estrutura de pessoal, o que significa rigidez e salários baixos quando comparados aos do mercado financeiro. A instituição tende a perder quadros e tem dificuldades para substituí-los de forma adequada.

O mercado de capitais sofre ainda de preconceito na opinião pública, no meio político e no próprio governo. São freqüentes as considerações depreciativas sobre o mercado, equivocadamente percebido como um meio de proporcionar ganhos indevidos ou até mesmo um cassino.

Essa imagem pode explicar muitos dos problemas enfrentados pelo mercado de capitais. Quando legisladores ou formadores de opinião defendem uma tributação sobre esse mercado, a perpetuação de um tributo nocivo como a CPMF ou restrições à movimentação de capitais, é essa a imagem que predomina.

O Brasil está dando passos fundamentais para a concretização desse novo ambiente. O principal é a evolução que se observa no setor privado, particularmente a crescente sofisticação das Bolsas e a fantástica evolução dos investidores institucionais, que aos poucos se preparam para reproduzir, no país, o papel fundamental que seus similares exercem nas economias desenvolvidas.

A conquista até aqui da estabilidade da moeda é uma das mais importantes fontes de transformação e tem favorecido o desenvolvimento do mercado de capitais, particularmente pelo lado da institucionalização da poupança. Infelizmente, algumas reformas têm sido lentas e seus efeitos distribuídos em longa transição, como é o caso da Previdência. O poder Executivo eliminou muitas restrições no período pós-estabilização, mas resta muito a fazer.

5. A IMPORTÂNCIA ECONÔMICA DO MERCADO DE CAPITAIS

5.1 O Novo Papel das Bolsas

Durante a última década, as bolsas de valores mobiliários passaram a desempenhar um novo papel de grande importância no sistema financeiro internacional, qualitativamente de qualquer outro visto desde a Segunda Guerra Mundial. Em termos quantitativos, os mercados que operam por meio de bolsas regulamentadas cresceram em uma escala nunca antes imaginada, o que lhes atribuiu um papel ativo e uma grande responsabilidade no centro da economia mundial.

Para tornar isso possível, os administradores das bolsas se utilizaram:

- Do alinhamento de suas estratégias corporativas ao potencial de mercado;
- Do treinamento do seu pessoal e do investimento em infra-estrutura;
- Da expansão da integração do setor financeiro às novas tecnologias de informática e telecomunicações;
- Do estímulo e do aperfeiçoamento do gerenciamento de risco por meio dos mercados derivativos;
- Do apoio ao investimento em ações por meio de fundos de pensão e outras entidades previdenciárias;
- Da participação na reorientação financeira de empréstimos bancários para títulos e valores mobiliários;
- Da promoção de um aumento nas atividades de investimento e de operações *cross-border*.

Do ponto de vista das bolsas, essa expansão comercial coincidiu com uma grande tendência, na última metade dos anos 90, de passar de uma estrutura baseada em associações de sociedade corretoras proprietárias para uma estrutura de companhias limitadas com fins lucrativos e com proprietários externos. Para a maioria dos membros da Federação Mundial de Bolsas – WFE, os objetivos das bolsas se modificam com essa nova governança. O aumento da percepção comercial das bolsas também afetou aquelas que mantiveram uma estrutura legal associativa e que provaram ser competidoras de sucesso. O dinamismo dessa atividade é uma das razões da diferença qualitativa no papel das bolsas a partir de 2000: o crescimento em escala dos mercados não poderia ter sido tão grande, mesmo considerando a queda recente, se suas operações não fossem de alta qualidade e reconhecidas como tal.

No final dos anos 90, as bolsas passaram a ser identificadas com o espírito altamente comercial dessa época. As bolsas tornaram-se o símbolo do capitalismo e encontraram-se no centro desse sistema. O nível de suas atividades dá uma imagem imediata da situação socioeconômica de toda uma nação. Por isso, é natural que essas instituições sejam administradas como negócios dinâmicos com interesses próprios.

Com o aumento da importância das bolsas reguladoras, as necessidades dos administradores das bolsas devem ser compreendidas por outros participantes do setor financeiro e pelas equipes de governo. Essas pessoas são as que melhor sabem como aperfeiçoar os mercados em que atuam. Seus conhecimentos são cruciais frente às dificuldades atuais e suas responsabilidades profissionais os impelem a dianteira para que se façam ouvir.

5.2. Mercado de Capitais como um Fator Estratégico

O desenvolvimento econômico sustentável depende da expansão contínua da capacidade de produção. Essa expansão é função, por sua vez, de investimentos em capital e recursos humanos. Esses investimentos funcionam quando produzem dois efeitos: acumulação do capital produtivo e aumento da produtividade (do capital e da mão-de-obra). O crescimento se acelera quando os investimentos são direcionados para as melhores alternativas, isto é, aquelas que apresentam os maiores retornos econômicos e sociais.

Os investimentos e a forma como são realizadas estão, portanto, na raiz do processo de desenvolvimento econômico e social. A poupança, que viabiliza os investimentos, é outro componente essencial do processo. E a eficiência na utilização da poupança é crucial, pois ela determina o custo do investimento. A melhor conjugação de todos esses fatores gera o círculo virtuoso do desenvolvimento, que permite à sociedade desfrutar de níveis crescentes de bem-estar e de redução da pobreza.

Todos os países desenvolvidos ou em acelerado processo de desenvolvimento ostentam elevadas taxas de poupança, alta eficiência em sua intermediação ou uma combinação dessas duas virtudes. O crescimento econômico está associado, assim, a elementos incentivadores da formação de poupança e de sua intermediação eficiente, que a torne acessível para quem quer investir.

Nas últimas décadas, vários países asiáticos saíram de uma situação de pobreza e miséria e se tornaram nações industrializadas. Esses países se destacaram por altíssimas taxas de poupança. Os mais bem sucedidos, como Coreia do Sul e Cingapura, apresentaram taxas inacreditáveis, de 35 % e 46 % do PIB, respectivamente. Nos seus melhores momentos, o Brasil teve poupança doméstica pouco superior a 20% do PIB.

O desenvolvimento da Europa e particularmente dos Estados Unidos a partir do final do século passado foi impulsionado por uma continuada

eficiência na intermediação de poupança. Esse desenvolvimento dificilmente teria ocorrido sem um sofisticado mercado financeiro e de capitais. Um dos fatores que explicam o maior período de prosperidade da economia americana é a existência de um mercado de capitais com vigor e flexibilidade para financiar a nova economia.

Nenhum mercado de capitais cresceu satisfatoriamente sem a institucionalização da poupança. Os veículos desse processo são os investidores institucionais: os fundos de pensão, os fundos mútuos e as seguradoras. Esses investidores gerenciam massas consideráveis de recursos, que financiam a compra de ações e de papéis de dívida emitidos pelos indivíduos e pelas empresas.

Os investidores institucionais têm avançado na esteira das transformações sociais e do enriquecimento das famílias. Estas passam a ter maiores excedentes de consumo e a demandar confiáveis para aplicar suas poupanças, que garantem o longo prazo, incluindo a aposentadoria e a proteção do patrimônio contra certos eventos, proporcionem liquidez e ofereçam retornos razoáveis.

A função primordial dos mercados financeiros é aproximar os dois agentes do mercado: o poupador, que tem excesso de recursos, mas não tem a oportunidade de investi-los em atividades produtivas, e o tomador, que está na situação inversa. Deste modo, os mercados viabilizam o aproveitamento das oportunidades em toda a economia. Promovem, assim, um aumento geral da produtividade, da eficiência e do bem estar da sociedade.

O mercado de capitais e, especificamente, o mercado acionário, permite a diluição do risco de novos investimentos. Constitui um incentivo à inovação, uma das maiores fontes de desenvolvimento econômico. O mercado acionário promove a democratização e a socialização do capital. Pulveriza a propriedade das empresas entre pequenos poupadores, diretamente ou através de fundos mútuos e fundos de pensão.

O mercado de capitais proporciona aumento da eficiência. Quando uma empresa assume compromissos de longo prazo com terceiros, partilha seus riscos com um grande número de investidores. Obriga-se a fornecer informações detalhadas sobre seu desempenho. Os investidores acompanham a atividade da empresa, identificam falhas e premiam acertos. Não raramente, oferecem idéias para melhorar o seu desempenho.

A empresa tende a procurar alternativas que proporcionem os melhores retornos para seus acionistas. O objetivo passa a ser o melhor resultado econômico e não interesses específicos de seus controladores ou facções. Essa função do mercado de capitais assume uma maior importância nos casos de sucessão ou de conflitos nas empresas familiares. Nas crises, a saída dos descontentes se faz via mercado de capitais, evitando disputas que podem destruir a empresa.

À medida que o mercado de capitais se amplia e se sofisticava, a função de identificar as melhores e piores empresas passa para os investidores institucionais, que dispõem de equipes técnicas com capacidade para obter e analisar informações e direcionar o capital para as melhores aplicações. Desenvolvem-se empresas e instituições especializadas em buscar dados, analisar, classificar riscos e manter o mercado informado.

Outra característica atual do sistema financeiro é a globalização, que se ampliou a partir dos anos 80 com os avanços na tecnologia de informação. O desenvolvimento das telecomunicações e da informática possibilitou a execução rápida e segura de ordens de transferência de dinheiro e a gestão mais eficiente dos recursos. A liberalização e a modernização dos mercados propiciaram a estruturação de operações financeiras globais, o crescimento dos derivativos e uma explosão de produtos financeiros que reduziram custos, ampliaram fontes de financiamento e melhoraram a administração dos riscos.

O processo de maior integração do sistema financeiro mundial prossegue com a internet. Estudos recentes indicam que a participação de operações do sistema financeiro realizadas por meio eletrônico tende a dobrar,

para a maioria dos serviços, nos próximos dois anos. A queda dramática dos custos das transações e a eliminação da distância nas comunicações serão fatores determinantes no papel que a internet terá no sistema.

Além da globalização, a desintermediação é outra faceta marcante do atual estágio do sistema financeiro. A desintermediação consiste na redução do número de participantes em cada transação. O empréstimo bancário clássico, em que um banco capta recursos no mercado e os empresta a seus clientes, perde importância. Os investidores compram diretamente as ações e os títulos de dívida das empresas.

A desintermediação reduz custos. Aumenta a rapidez e o número de operações, proporcionando maior liquidez. Eleva a quantidade de pessoas nos mercados, o que, em um processo auto-alimentado, aumenta o número de operações e a liquidez.

A globalização pode mudar radicalmente a forma com que se encaram os mercados. Mesmo que isso não ocorra tão rapidamente, os mercados nacionais competirão cada vez mais por recursos em um único mercado mundial. Nesse novo mundo, a falta de capacidade de competir não se resolve com o isolamento. Se adotando como resposta ou estratégia, implicará com a não-atração de capitais externos.

5.3. Mercado de Capitais e o Desenvolvimento

Em qualquer país, a necessidade de crescimento econômico é um consenso. O crescimento proporciona mais empregos, mais renda mais consumo, mais bem estar e maior arrecadação. Assim como nas empresas, o crescimento se faz com aumento contínuo da capacidade de produção. Essa expansão, por sua vez, depende de novos investimentos que produzam dois efeitos: acumulação de capital produtivo e aumento de sua produtividade.

Crescer requer investimentos e, conseqüentemente, abstenção temporária do consumo. Crescer com eficiência, por outro lado, requer que esses investimentos sejam direcionados para as alternativas com maiores retornos, onde o capital pode ser mais rentável.

Portanto, para o crescimento econômico, são necessários mecanismos eficientes que incentivem a formação de poupança, possibilitem sua intermediação e a tornem acessível para quem quer investir. Existem três formas principais de fazer chegar a quem investe o dinheiro de quem poupa.

A mais simples e primitiva, e mais limitada, é o autofinanciamento, em que as empresas ou indivíduos investem apenas aquilo que eles mesmos poupam.

A segunda alternativa é através do governo, direcionando recursos da sociedade para os investimentos que julga mais adequados. Em geral, envolve algum mecanismo impositivo, seja na captação. Sendo decisões tomadas por governos, nem sempre esses recursos são direcionados para alternativas mais produtivas. Os vencedores são escolhidos pela burocracia e não pelo mercado.

A terceira é através dos mercados financeiros e de capitais. É a forma mais eficiente de captar poupança e direcioná-las para atividades mais produtivas. Assume papel mais destacado à medida que as economias se tornam mais sofisticadas. O crescimento econômico esteve sempre ligado ao desenvolvimento dos mercados financeiros. Nas economias modernas, a

atividade econômica está intimamente ligada à intermediação de recursos entre poupadores e investidores.

O desenvolvimento econômico também é acompanhado de maior institucionalização da poupança. As famílias passam a ter maiores excedentes de consumo e a demandar alternativas confiáveis para sua poupança, que garantam o longo prazo, proporcionem liquidez e ofereçam retornos razoáveis ao longo do tempo.

Juntos, esses fatores, oferta de poupança, demanda de recursos para investimento, intermediação financeira e institucionalização, têm levado à expansão do mercado de capitais, cujo crescimento está diretamente ligado ao desenvolvimento e à sofisticação da economia,

A globalização e as novas tecnologias de comunicação e informática, culminando com a internet, estão ampliando as possibilidades do mercado de capitais. Facilita-se o acesso aos mercados, e reduz-se o custo da intermediação. Esses avanços podem dar ao Brasil uma oportunidade importante de competir globalmente pela atração de capitais. Porém, essa competição também tem riscos. Exige que se elimine ineficiências, que se busque sempre o melhor desempenho. Sem a devida preparação, corremos dois riscos: o de não atrair recursos necessários no exterior, e o de perder capitais nacionais atraídos por oportunidades mais vantajosas em mercados mais eficientes.

O mercado de capitais é importante para o desenvolvimento econômico e conseqüentemente para o aumento do emprego da renda e da arrecadação. E é necessário identificar suas perspectivas e as restrições para o desenvolvimento do Brasil.

6. AS INFLUÊNCIAS EXTERNAS DO MERCADO DE CAPITAIS

6.1 Custo Brasil

Por custo Brasil entende-se um conjunto de gastos em que as empresas que têm suas plantas industriais e comerciais instaladas aqui no país incorrem e cujos valores são muito maiores do que aqueles em que incorrem empresas semelhantes instaladas em outros países. Basicamente, pode-se incluir esses custos em três grandes grupos: os ligados à infra-estrutura, os de origem tributária e os relacionados com a questão monetária.

Os custos que têm origem na infra-estrutura são os seguintes: transporte, portos, telecomunicações, entre os principais. Na questão do transporte, o Brasil, infelizmente, merece o livro dos recordes (negativos), pelo simples fato de ter historicamente optado pelo transporte rodoviário como o seu principal meio, que é o segundo mais caro, perdendo apenas para o transporte aéreo. Isso faz com que os custos de transporte encareçam em demasia. Os meios ferroviário e fluvial (sem falar na enorme costa marítima que este país tem) praticamente não foram explorados e só recentemente é que, por causa da privatização, algum avanço tem ocorrido. Há muito ainda para ser feito.

Para fins de comparação: com praticamente a mesma dimensão, o Brasil tem cerca de 22 mil km de ferrovia (a grande maioria ainda da época do império), enquanto os Estados Unidos dispõem de mais de 300 mil km. Por falar em ferrovias, o que dizer da mistura de bitolas largas (que permitem altas velocidades) e bitolas estreitas (estas principalmente quando perto da fronteira com a Argentina, com o propósito de evitarmos a possibilidade de invasão, numa eventual guerra com os platinos!). Os EUA utilizam o rio Mississipi, por onde exportam mais de 100 milhões de toneladas de grãos (produzidos no meio Oeste, o famoso corn belt) há mais de 100 anos, enquanto apenas recentemente é que descobrimos que o rio Madeira (interligando Rondônia e região ao rio Amazonas e, portanto, ao Oceano Atlântico) poderia ser um excelente e barato meio de transporte de grãos das novas fronteiras agrícolas.

Ainda nos custos ligados à infra-estrutura, tem-se os portos,¹ cujos custos, comparados com portos de outros países, são muito maiores. Basta citar o caso dos práticos, que são técnicos especializados na orientação do atracamento dos navios. Em Paranaguá existem dezoito deles, cujos salários médios ultrapassam R\$ 40 mil. Para cada navio que atraca, eles cobram cerca de US\$ 4 mil. No caso das telecomunicações, basta citar apenas os telefones, que até há poucos anos era considerado um bem de investimento e custava, em Curitiba, cerca de R\$ 3 mil. Ora, uma empresa que necessitasse de 50 linhas telefônicas precisaria investir R\$ 150 mil, enquanto uma outra empresa semelhante instalada nos EUA necessitaria de apenas US\$ 2 mil. Felizmente, esta questão melhorou muito no Brasil nos últimos anos.

Os custos Brasil relacionados à questão tributária penalizam em muito as empresas brasileiras. Afinal, conforme já mencionado, são mais de 50 impostos e contribuições, que juntos representam um terço do produto interno bruto, quando é possível ficar com menos de dez impostos e contribuições. Por último, mas não menos importantes, estão os custos ligados aos juros (questão de origem monetária), que se encontram entre os mais elevados do mundo. Enquanto uma empresa nos EUA consegue recursos financeiros para investimento com juros em torno de 4% ao ano, no Brasil uma empresa concorrente tem de pagar quase essa taxa por mês.

Em suma, o custo Brasil, por ser tão elevado, reduz a competitividade das empresas brasileiras no exterior e isso explica, em grande parte, por que o nosso país exporta menos de US\$ 60 bilhões/ano, enquanto há países que exportam mais de US\$ 400 bilhões, sem contar uma Hong Kong (cidade de menos de 7 milhões de pessoas), que exporta quase três vezes o que o Brasil exporta. Assim, reduzir o custo Brasil é exportar mais, gerar mais emprego, renda e impostos aqui dentro.

6.2. Déficit Público

O déficit resulta do fato de os gastos do governo serem maiores do que a arrecadação tributária, ou seja, falta dinheiro para cobrir todas as despesas dos governos. Mensalmente, o governo brasileiro vem alardeando que tem conseguido superávit fiscal (e que até está superando as metas de 3,88% do PIB acordadas com o FMI - Fundo Monetário Internacional). Este tal de superávit é no conceito primário, ou seja, a arrecadação tem sido suficiente para cobrir as despesas, sem considerar os gastos com o pagamento de juros das dívidas internas e externas, cujo montante é elevadíssimo. Já no conceito operacional incluem-se os pagamentos de juros das dívidas, e aí há sempre déficit.

Por exemplo, em 1999 o governo brasileiro fez ampla divulgação de ter conseguido um superávit (no conceito primário, é claro) de R\$ 31 bilhões, mas, como teve que pagar R\$ 87,4 bilhões de juros, pode-se dizer que, na verdade, houve déficit (no conceito operacional) de R\$ 56 bilhões (ou seja, R\$ 4,7 bilhões por mês). No ano seguinte (2000), houve superávit primário de R\$ 38 bilhões, mas como pagou R\$ 78 bilhões de juros houve um déficit operacional de R\$ 40 bilhões. Em 2001, o governo (nas três esferas) conseguiu um superávit primário histórico de R\$ 43,6 (3,6% do PIB), mas como teve de desembolsar R\$ 86,4 bilhões em juros, experimentou, na verdade, um déficit de R\$ 42,8 bilhões (no conceito operacional). Em 2002, o superávit primário foi de R\$ 52,3 bilhões, mas como pagou R\$ 114 bilhões de juros, o déficit foi superior a R\$ 60 bilhões. Pode-se dizer que o atual governo está “trabalhando” para pagar juros (afinal, na média do quadriênio 1999-2002, o valor corresponde a R\$ 250 milhões por dia), enquanto alega que não há recursos suficientes para a educação e para a saúde.

Somente com a aprovação das reformas fiscais (tributária, previdenciária, administrativa e patrimonial), que estão tramitando no Congresso Nacional há mais de sete anos, seria possível fazer o equilíbrio das

contas do setor público, ou seja, eliminar o déficit público operacional. Na reforma tributária, por exemplo, espera-se que o Brasil venha a adotar um sistema que penalize efetivamente a sonegação, que a base de contribuição seja ampliada (que todos paguem e não soneguem), mas que individualmente todos paguem menos.

Para tanto, basta instalar o tal do cupom fiscal (máquinas registradoras) em todos os estabelecimentos (pessoas físicas e jurídicas) e colocar a CPMF à disposição da Receita Federal, para identificar os sonegadores. O Brasil tem mais de 50 tipos de impostos e contribuições, os quais já “consomem” 35% do PIB, sendo esse um dos maiores percentuais no mundo. Com a reforma tributária talvez seja possível termos menos de dez impostos e contribuições.

6.3. Dívida Interna

Por causa do crônico déficit público, a dívida interna vem crescendo assustadoramente. A razão é simples: como há déficit, o governo procura financiar esse déficit vendendo títulos públicos (papéis que o setor privado adquire do governo, os quais rendem juros; constitui, na verdade, um tipo de aplicação para as pessoas e empresas). Assim, ao vender os títulos, o governo cria a dívida, que será paga nos períodos (meses ou anos) seguintes.

Com relação à dívida interna, a sua evolução ao longo dos onze últimos anos foi a seguinte: o bloqueio dos cruzados, praticado no início do governo Collor, contribuiu substancialmente para reduzir a dívida interna, que havia subido de US\$ 54,3 bilhões em 1987 para cerca de US\$ 100 bilhões em 1989. Ao final de 1990, o valor da dívida interna pública federal havia caído para US\$ 71 bilhões, e em dezembro de 1992 era de US\$ 57,6 bilhões. Essa redução foi alcançada através do alongamento compulsório do prazo médio dos papéis em circulação e da redução nos encargos financeiros correspondentes. Nos últimos anos, porém, a dívida do governo federal no mercado financeiro (dívida mobiliária) voltou a subir substancialmente, saindo de R\$ 59,2 bilhões em julho de 1994 para R\$ 624 bilhões em dezembro de 2001 e se estabilizou em 2002. Em dezembro de 2001, a dívida total (incluindo a mobiliária) do setor público era de R\$ 660 bilhões e saltou para quase R\$ 900 bilhões em dezembro de 2002.

Historicamente, a dívida interna brasileira tem como principal origem o déficit público. Na década de 1980 e início da de 1990, além do déficit público, duas outras fontes alimentaram o crescimento da “nossa” dívida interna: o superávit da balança comercial (cabe registrar que no período de 1983-1994 os saldos positivos acumulados totalizaram US\$ 145 bilhões, conforme já citado, os quais em parte forçaram a emissão de moeda para trocar por dólares gerados pelos exportadores) e a própria dívida externa (porque, ao forçar o governo a adquirir mais dólares, este o fazia vendendo títulos públicos). Se, historicamente, foi o déficit crônico que gerou a dívida interna, nos últimos anos

pode-se dizer que é a dívida interna (devido ao pagamento de juros) que está gerando déficit.

O perfil da dívida mobiliária (no mercado financeiro), cujo estoque era de R\$ 623 bilhões, em dezembro de 2002, era o seguinte: 60,8% é pela taxa Selic (correção de acordo com a taxa básica de juros); 22,4% pelo câmbio (de acordo com a variação do dólar); 12,5% era corrigida pelo Índice Geral de Preços (IGP); 2,2% era prefixada (correção definida no momento da venda do título); e o restante 2,1% variava pela TR (Taxa Referencial). Considerando que mais de 80% da dívida mobiliária é corrigida ou pela taxa básica de juros ou pela variação cambial, isto significa que sempre que os juros sobem ou o real se desvaloriza os compradores de títulos públicos (em especial, os bancos) lucram.

A explosão do endividamento do governo federal brasileiro tem uma rentável fonte para os bancos. Em 2001, 41% da receita total dos bancos no Brasil, como média, vieram de “investimentos” em títulos da dívida mobiliária, contra 22,5% em 1994. É importante registrar que entre os principais compradores dos títulos públicos, estão: os bancos (carteira própria); os fundos de investimento financeiro; os depósitos compulsórios (retidos no BACEN) e judiciais; as empresas e as pessoas físicas.

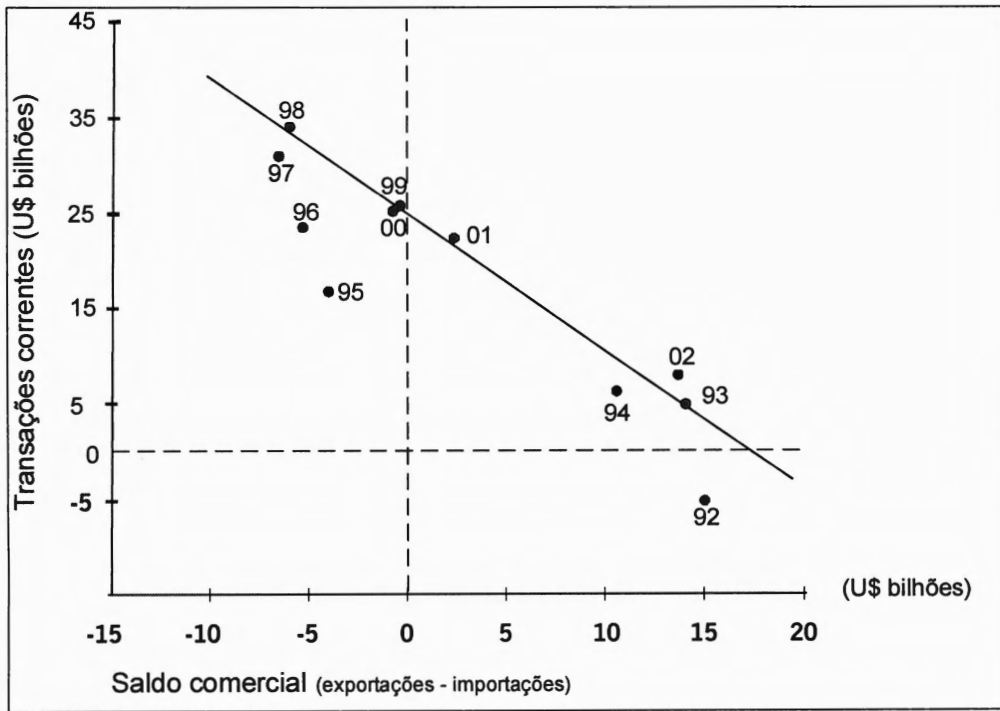
6.4. Balança Comercial

Por balança comercial, compreende-se a diferença entre o valor global (em dólares) das exportações e das importações. Já se mencionou também que o Brasil, que teve um enorme superávit na balança comercial (em torno de US\$ 145 bilhões), nos anos 1980 até 1994, apresentou um déficit de aproximadamente US\$ 25 bilhões no período de 1995 a 2000, para só voltar a ter superávit em 2001 (US\$ 2,6 bilhões) e mais ainda em 2002 (US\$ 13,1 bilhões).

Isso ocorreu porque, de um lado, as exportações tiveram um desempenho bastante modesto e, de outro, as importações cresceram muito, principalmente até 1996, até hoje o recorde histórico (US\$ 61 bilhões). Essa grande expansão das importações brasileiras até 1997 foi provocada pelo aumento no nível de atividade econômica, pela relativa sobrevalorização do real em relação ao dólar e pela maior abertura econômica (via reduções de tarifas de importação), além do aumento do comércio com o Mercosul. Esse aumento das importações contribuiu muito para assegurar a estabilidade dos preços internos, através de uma maior competição externa. Em outras palavras, foi o que os economistas chamam de a principal âncora do Plano Real.

É importante registrar que foi no período de superávit comercial que o Brasil enfrentou seus maiores problemas: inflação, desemprego, dívida externa, recessão. Entretanto, no período recente (a partir de 1995), o de déficit na balança comercial, tem havido as maiores mudanças na economia brasileira, ou seja, apesar do déficit (por causa do aumento nas importações), o país vem melhorando: inflação baixa, maior competitividade, maior produtividade da indústria, melhoria da qualidade dos produtos, entre outras tendências.

Obviamente pode-se constatar que quanto maior o superávit na balança comercial, menor o déficit nas transações correntes (figura a seguir).



6.5. Balança de Pagamentos

O Balanço de Pagamentos, que apresenta contabilmente as transações econômico-financeiras de um país com o resto do mundo, tem três importantes componentes: a balança comercial, a balança de serviços e a balança ou o movimento de capitais, além das transferências unilaterais. Muito embora a mídia dê maior espaço para a balança comercial, é preciso deixar claro que o maior problema no balanço de pagamentos do Brasil advém do déficit, que é historicamente crônico, na balança de serviços. De um déficit no patamar em torno de US\$ 15 bilhões no início dos anos 1990, a partir de 1994 o mesmo tem crescido, chegando em 1998 a US\$ 28 bilhões, mas se situando, nos três anos seguintes, ao redor de US\$ 26 bilhões/ano. Assim, o déficit da Balança de Serviços, nos últimos anos, tem sido financiado pelo ingresso de capital estrangeiro.

Conforme já registrado no capítulo anterior, o déficit das transações correntes (que é a soma da balança comercial, da balança de serviços e das transferências unilaterais), que vinha crescendo a partir de 1995 (de US\$ 18,4 bilhões em 1995 para US\$ 33,4 bilhões em 1998), passou a decrescer, ficando, no último triênio, ao redor de US\$ 24 bilhões, em torno de 4,4% do PIB. Em 2002, apresentou uma substancial queda (US\$ 7,7 bilhões).

6.6. Câmbio

A taxa de câmbio é o preço, em moeda corrente nacional, de uma unidade de moeda estrangeira. Assim, quando se diz que o câmbio está em 3,50, quer-se dizer que são necessários três reais e cinquenta centavos para trocar (ou comprar) um dólar, por exemplo. Através da taxa de câmbio, que indica quantos reais são necessários para comprar um dólar ou outra moeda, pode-se estimular a exportação e desestimular a importação, ou vice-versa. A determinação da taxa de câmbio pode ocorrer por interferência direta das autoridades econômicas ou não. Com a interferência governamental, o Brasil experimentou, nos últimos quinze anos, dois tipos diferentes de condução da política cambial.

Até o início de 1990, o Banco Central exerceu um poder absoluto ao fixar a taxa de câmbio, sem qualquer consulta ao mercado. Nesse período, a taxa de câmbio era determinada diretamente pelo BACEN. No segundo caso, a partir de 1990, houve uma interferência relativa, ao permitir a flutuação da taxa, mas dentro de certos limites determinados por essas autoridades, como foi o caso do sistema de bandas, que funcionou no período de 1995 até meados de janeiro de 1999. A partir dessa data, a política cambial brasileira passa a ter menos interferência governamental, uma vez que o câmbio flutua livremente. A interferência do governo ocorre normalmente como em qualquer país desenvolvido.

Na questão cambial (leia-se a política de taxa de câmbio) pode-se dizer que o Brasil, a partir de janeiro de 1999, vem tendo uma política bastante acertada, ao contrário do que foi praticado na Argentina, onde o peso foi fixado ao dólar, na proporção de um para um, de 1991 até o início de 2002.

6.7. Investimentos Estrangeiros

Por um longo período, o ingresso do capital estrangeiro para investimentos no Brasil praticamente não existiu. Basta dizer que de 1980 até 1994, em todos os anos, o país recebeu sempre menos de US\$ 2 bilhões por ano de investimentos estrangeiros, sendo que em todo o período de 1982 a 1991 foram apenas US\$ 6,2 bilhões, porque não se acreditava no país. Entretanto, a

partir de 1993, o volume de recursos voltou a crescer substancialmente, sendo que, em 1999 e em 2000, o Brasil passou a receber US\$ 30 bilhões por ano. Nos últimos seis anos o Brasil recebeu quase US\$ 150 bilhões de investimentos estrangeiros, passando a figurar entre os países que mais recebem esses investimentos. Considerando-se que o Brasil tem baixo nível de poupança, o que inibe os investimentos, é fundamental que os investimentos estrangeiros no setor produtivo nacional ocorram para acelerar o crescimento brasileiro.

6.7. Dívida externa

Em dezembro de 1995, a dívida externa total era de US\$ 129 bilhões (da qual US\$ 95,1 bilhões, ou seja, 73,6%, eram do governo, e US\$ 34,2 bilhões eram do setor privado). Ressalte-se que, nos anos 1990, não houve aumento da dívida externa do setor público, mas sim do setor privado. Basta dizer que, em dezembro de 1990, a dívida total era de US\$ 96,5 bilhões (US\$ 86,9 bilhões, ou seja, 90,1%, eram do governo, enquanto o setor privado era responsável por apenas US\$ 9,5 bilhões = 9,9%). Em dezembro de 1996, a dívida externa situava-se em US\$ 179 bilhões, em dezembro de 1997 estava em US\$ 200 bilhões, e em dezembro de 1999 era de US\$ 227 bilhões, sendo que 40,8% (US\$ 92,6 bilhões) pertenciam ao setor público e quase 60% eram do setor privado (US\$ 130,4 bilhões), ou seja, o perfil da dívida, em termos de responsabilidade, mudou significativamente. Em 2002, a dívida externa brasileira estava um pouco acima de US\$ 200 bilhões.

Esse crescimento do endividamento do setor privado foi resultado de duas variáveis: a) a elevada taxa de juros no mercado interno; e b) a confiança na política cambial de minibandas e lentas desvalorizações do real, a qual ocorreu de 1994 até janeiro de 1999. Numa economia globalizada, a participação de empresas privadas (e estatais) brasileiras nos mercados internacionais se faz através de American Depositary Receipts (os chamados ADR). Recorrendo ao ADR, uma empresa aberta brasileira passa a ter direito de negociar suas ações nos Estados Unidos. Os ADR consistem na emissão de recibos de depósito por um banco nos EUA, mediante o lastreamento das ações da empresa emissora no país de origem. Cabe registrar que metade da dívida privada está segurada pelo hedge cambial.

7. CONCLUSÃO

Apesar dos avanços obtidos em todos esses anos, eles ainda não são suficientes para garantir o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, principalmente porque a agressividade dos mercados de outros países torna o fortalecimento do mercado brasileiro uma corrida contra o tempo. Assim sendo, a principal questão é o que fazer para tornar o mercado de capitais atraente às empresas.

É fundamental a montagem de uma estratégia que permita um salto no mercado de capitais brasileiro de tal forma que, em pouco tempo e com eficiência, ele possa contribuir para a retomada de um crescimento sustentado.

Obviamente existem restrições, de diversas naturezas, ao desenvolvimento de um verdadeiro mercado de capitais no país. Pior ainda, sabemos que muitas delas não são passíveis de solução no curto prazo. Dentre os obstáculos sobressaem a estrutura tributária brasileira que não incentiva operações com renda variável além de onerá-las com o CPMF, as restrições que a CVM tem para contratar e pagar bem pessoal qualificado para agilizar e reforçar o controle do mercado e por último o estoque de ações preferenciais existente que ainda deverão perdurar mesmo com eventuais mudanças na lei das S/A.

Apesar destas restrições, que não devem ser minimizadas, acreditamos haver espaço para um conjunto de medidas que permitiriam um salto de qualidade suficiente para, apesar das dificuldades, deslanchar o mercado de capitais no Brasil. Estas propostas envolvem as diversas partes interessadas (BOVESPA, CVM, BNDES, Fundos de Investimentos, acionistas minoritários e vários órgãos governamentais e do setor empresarial) que, isolada ou conjuntamente, podem tomar uma série de medidas que contribuirão para o sucesso da empreitada.

É possível avançar sem ter que esperar a reforma tributária. Como para as empresas o prêmio da volta de crescimento é elevado, o ônus da existência

da CPMF e da baixa liquidez pode ser por pouco tempo. Existe agora uma oportunidade que, se desperdiçada, resultará no comprometimento das taxas de crescimento da economia brasileira no futuro. É uma oportunidade datada. As transformações e fusões que vêm ocorrendo nos mercados financeiros internacionais reduzem nosso espaço de manobra e tornam urgente a montagem de uma estratégia.

As hipóteses básicas que sustentam a crença na possibilidade do desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil são a retomada do crescimento, a queda dos juros, o aumento da competição de novos investidores, a maior sintonia do Brasil com os mercados internacionais, a revolução tecnológica em curso e um espaço para a bolsa brasileira cumprir também o papel de uma bolsa de acesso.

Nossos maiores problemas são a oferta insuficiente de papéis de qualidade de empresas boas com perspectivas de crescimento, e a falta de uma cultura de governança corporativa. É fundamental trabalhar esta carência não só através da criação de produtos, mas de produtos de confiança.

É fundamental que o governo, em todas as suas instâncias, tenha a percepção de que o desenvolvimento do mercado de capitais é decisivo para a retomada do crescimento sustentado brasileiro. Apesar do avanço desta percepção em várias áreas governamentais, com o próprio presidente discursando sobre a matéria, é preciso um comprometimento mais amplo com o assunto, de tal forma que decisões de diferentes áreas governamentais não entrem em conflito, minando a possibilidade de aproveitarmos a oportunidade que aparece.

Apesar da CVM vir aperfeiçoando-se no papel de guardião do mercado, uma atuação pública mais ativa é fundamental para fortalecer sua imagem. Entretanto, as restrições de recursos financeiros e de pessoal inerentes ao fato de ser um órgão público, tem dificultado suas ações. É fundamental sua transformação de autarquia em agência de controle, na modalidade das existentes hoje para regulação dos serviços públicos, como ANATEL e ANEEL.

Seus dirigentes deveriam, neste quadro, ter mandatos fixos, aprovados pelo Senado Federal, e também autonomia financeira e orçamentária deveria ser garantida.

O papel dos fundos nessa mudança urgente fica claro com a urgência da criação da Previdência Privada que, entretanto, só passou a viabilizar-se à partir da estabilização. Até então era rescrita aos grandes fundos de aposentadoria das empresas estatais, geridos de forma sabidamente questionável. A Previdência Privada, as empresas de Seguro e as de Capitalização, caracterizam-se como investidores institucionais que, com a utilização de ativos como garantias para as provisões técnicas que lastreiam suas operações, contribuem decisivamente para a formação da poupança interna do país.

Neste novo cenário de retomada de crescimento e escalada das taxas de investimento no país o BNDES e BNDESPAR continuarão sendo uma fonte de financiamento decisiva, obrigando as empresas a ter mínimas condições de governança corporativa como condição para a obtenção de novos créditos. Da mesma forma mecanismos de indução e suporte poderiam ser estudados.

Portanto, o crescimento sustentado do país em larga escala não acontecerá sem o desenvolvimento e aperfeiçoamento do Mercado de Capitais e cabe a todos os setores envolvidos a discutir e reivindicar alterações estruturais, culturais e de processos administrativos. Como a reforma tributária tão solicitada pelo o país, para se tornar sólido economicamente, não necessitando de políticas monetárias, fiscais e cambias tão rigorosas e que venham contra os interesses dos setores envolvidos. Principalmente para o mercado financeiro que não mais estará vulnerável à especulação financeira descabida. Dessa forma o Mercado de Capitais cumprirá com seu propósito que é financiar o setor produtivo do país a custos verdadeiramente estimulantes.

8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro. 14ª Ed. Rio de Janeiro: Ed. Qualitymark, 2000.
- MARINHO, Henrique. Política Monetária no Brasil. 4ª Ed. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1996.
- PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. São Paulo: Ed. Atlas, 2001.
- SANTOS, José Evaristo dos Santos. Mercado Financeiro Brasileiro: Instituições e Instrumentos. São Paulo: Ed. Atlas, 1999.
- LEMES JÚNIOR, Antônio Barbosa. Administração Financeira: Princípios, fundamentos e práticas brasileiras. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2002.
- GITMAN, Lawrence J. Princípios de Administração Financeira. 7ª Ed. São Paulo: Ed. Harbra, 1997.
- FILHO, Francisco Silva Cavalcante. Mercado de Capitais. 4ª Ed. Belo Horizonte: CNBV, 1998.
- Ministério de Fazenda – WWW.FAZENDA.GOV.BR
- Bolsa de Valores de São Paulo – WWW.BOVESPA.COM.BR