

**CRISTIANE REGINA DOS ANJOS**

**O BAIXO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL**

Monografia apresentada como requisito parcial à conclusão do Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Professor José Guilherme Silva Vieira.

**CURITIBA  
2007**

## TERMO DE APROVAÇÃO

CRISTIANE REGINA DOS ANJOS

### O BAIXO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção da conclusão do Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte Banca Examinadora.



---

Orientador

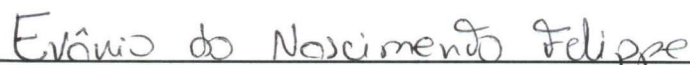
Professor: José Guilherme Silva Vieira  
Departamento Ciências Econômicas, UFPR



---

Professor: Demian Castro

Departamento de Ciências Econômicas, UFPR



---

Professor: Evânio do Nascimento Felipe

Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

CURITIBA, NOVEMBRO DE 2007

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus, por ter proporcionado tudo que tenho em minha vida. Agradeço a meu noivo Daniel pelo incentivo e paciência com minhas constantes ausências para realizar pesquisas necessárias para construção e conclusão desta monografia, minha família pelo eterno apoio, ao meu orientador professor José **G**uilherme por ter me mostrado idéias que melhoraram o meu projeto, e agradeço também a todos os professores que passaram conhecimentos necessários para que eu me tornasse uma economista.

## SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS.....	vi
LISTA DE FIGURAS E QUADROS.....	vii
LISTA DE ABREVIATURAS E LISTA DE SIGLAS.....	viii
RESUMO.....	ix
INTRODUÇÃO .....	1
1. A IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS EFICIENTE PARA A ECONOMIA .....	3
2. O MERCADO DE CAPITAIS .....	9
2.1. HISTÓRICO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL.....	10
2.2. O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO NA DÉCADA DE 90.....	14
3. ENTRAVES AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO .....	27
3.1. POSIÇÃO TRIBUTÁRIA .....	27
3.2 A INSTABILIDADE DA ECONOMIA E DAS LEIS BRASILEIRA .....	29
3.3 A FALTA DE TRANSPARÊNCIA .....	32
3.4 O ENFRAQUECIMENTO DOS MINORITÁRIOS.....	33
3.5 CUSTOS ASSOCIADOS À ABERTURA E MANUTENÇÃO DE EMPRESAS SA .....	35
3.6 RESTRIÇÃO À MOVIMENTAÇÃO DE CAPITAIS.....	36
3.7 AS DEFICIÊNCIAS NA REGULAÇÃO .....	37
4. ALTERNATIVA PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: O NOVO MERCADO E OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	38
4.1 O NOVO MERCADO.....	38
4.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	38
4.2.1 Governança Corporativa no Brasil.....	40
4.2.2.1 Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.....	41
4.2.2.2 BNDES.....	42
4.2.2.3 As práticas sugeridas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).....	42
4.2.2.4 A Nova Lei das SA s.....	43
4.2.3 Os Níveis de Governança Corporativa .....	44
4.3 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DA IMPLANTAÇÃO DO NOVO MERCADO E DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	45
5. CONCLUSÃO.....	51

<b>GLOSSÁRIO</b> .....	52
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	53

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1	- TABELA 1- INVESTIMENTOS EXTERNOS (US\$ MILHÕES).....	15
TABELA 2	- A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL- 1980 A 1999.....	16
TABELA 3	- CAPITALIZAÇÃO BURSÁTIL SOBRE O PIB PELO MUNDO (%).....	17
TABELA 4	- VALOR TRANSACIONADO SOBRE O PIB PELO MUNDO (%) .....	18
TABELA 5	- TURNOVER PELO MUNDO .....	19
TABELA 6	- EMISSÕES PRIMÁRIAS NO BRASIL : 1980 – 1999 (US\$ MILHÕES).....	21
TABELA 7	- EMISSÕES PRIMÁRIAS NO BRASIL : 1980 – 1999 (FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO %).....	22
TABELA 8	- EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA: 1970-2007.....	24
TABELA 9	- EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO.....	25
TABELA 10	- ANÁLISE DE EVOLUÇÃO DA ABERTURA E FECHAMENTO DE CAPITAL DE EMPRESAS DO SETOR PRODUTIVO- 1994-1998 .....	25
TABELA 11	- NÚMERO DE EMPRESAS LISTADAS POR PAÍSES.....	26
TABELA 12	- PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES NO VOLUME TOTAL NEGOCIADO NO ANO (%).....	50
TABELA 13	- ABERTURA DE CAPITAL NA BOVESPA APÓS IMPLANTAÇÃO DO NOVO MERCADO .....	51

## LISTA DE FIGURAS E QUADROS

FIGURA 1 - CIRCULO VISTUOSO PARA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	53
QUADRO 1 - RECOMENDAÇÕES DA CVM SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA: ASSEMBLÉIAS, ESTRUTURA ACIONÁRIA E PROTEÇÃO A MINORITÁRIOS.....	45

## LISTA DE SIGLAS

ADRs -	American Depositary Receipt - Recibo de Depósito de Ações
BC-	Banco Central
BDRs –	Brazilian Depositary Receipts
BNDES -	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA -	Bolsa de Valores de São Paulo
CMN-	Conselho Monetário Nacional.
CPMF-	Contribuição Provisória sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira
FGTS -	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
CVM-	Comissão de Valores Mobiliários
HEM-	Hipótese da Eficiência de Mercado
IAS GAAP-	International Accounting Standards Generally Accepted Accounting Principles
IBGC-	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IGC-	Índice de Governança Corporativa
IPO -	Initial Public Offering
NDGC-	Níveis Diferenciados de Governança Corporativa
PIB-	Produto Interno Bruto
SAs-	Sociedades Anônimas
SELIC -	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SETIP-	Sistema Especialista para Tipificar dados de uma pesquisa
SPC -	Secretaria de Previdência Complementar
US GAAP -	United States Generally Accepted Accounting Principles.



## RESUMO

A presente monografia trata do assunto mercado de capitais, mais especificamente seu baixo desenvolvimento no Brasil. No primeiro capítulo apresenta-se a importância do mercado de capitais eficiente para economia. Neste capítulo é abordada a teoria de eficiência de mercado e a alguns aspectos da Teoria Geral de Keynes. No segundo capítulo apresenta-se o conceito mercado de capitais, um histórico deste mercado no Brasil, e destaca-se os anos 90. No terceiro capítulo é feita uma abordagem dos entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais. No quarto e último capítulo apresenta-se uma alternativa para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, conceituando-se o Novo Mercado e os Níveis de Governança Corporativa.

## INTRODUÇÃO

A fragilidade do mercado de capitais brasileiro não é recente. Nunca, na história do capitalismo brasileiro, o mercado de capitais cumpriu um papel proeminente, alavancando recursos para investimentos de alta intensidade de capital e longo prazo de maturação. Nem mesmo após o PAEG reformulando todo o sistema financeiro brasileiro entre 1964 e 1967, foram criadas condições para o florescimento do mercado de capitais no Brasil (CRUZ e GOLDENSTEIN, 1993, p. 25).

O novo cenário da economia mundial, cada vez mais integrada, exige um novo posicionamento das empresas brasileiras. O alto custo de captação de recursos no país, o ineficiente sistema tributário, aliado à falta de uma poupança interna no país, dificulta o financiamento das companhias brasileiras.

Do ponto de vista operacional, o mercado de capitais brasileiro é bastante complexo, pois incorpora uma face extremamente sofisticada quando se analisa sua estrutura e capacidade de movimentação de recursos financeiros, e outra pouco desenvolvida, relacionada com sua habilidade de financiar o investimento de longo prazo. No presente trabalho procurar-se-á identificar as barreiras que se apresentam ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro bem como as vantagens advindas de suas remoções no que tange aos benefícios derivados dessa modalidade de financiamento para as empresas.

Acredita-se que o Mercado de capitais não se desenvolveu porque em geral, devido ao fechamento da economia, os investimentos e, conseqüentemente, as necessidades de financiamento das empresas eram limitadas e, portanto, passíveis de serem atendidas pelos lucros retidos e créditos comerciais e oficiais.

Além disso, a construção de um mercado de capitais desenvolvido exigia uma estabilidade econômica considerada permanente pelos agentes econômicos. A inflação relativamente alta e ainda volátil, comparada aos padrões internacionais, reflete ineficiências e exige ações em várias frentes, tanto pelo setor público como privado.

Contudo a Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo), inspirada na bem sucedida experiência alemã do *Neur. Markt*, implantou o Novo Mercado no país com o objetivo de trazer mais liquidez ao mercado, buscando empresas de rápido

crescimento, em um ambiente com mais transparência, proporcionando igualdade entre os acionistas.

O objetivo geral desta monografia é mostrar que o mercado de capitais é pouco desenvolvido no Brasil, e demonstrar que com a utilização de boas práticas de governança corporativa este quadro pode se reverter.

## 1 A IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS EFICIENTE PARA A ECONOMIA

Os mercados de capitais são fundamentais para o desenvolvimento econômico de um país, por alocar poupança a recursos de investimentos, função que, ao ser desempenhada, fornece sinais importantes à formação dos preços dos títulos, que devem refletir as informações existentes no sistema econômico a qualquer tempo (FAMA, 1998, p. 71).

Mercados de capitais com informações eficientes proporcionam economia de tempo e de recursos que seriam gastos na análise de informações, uma vez que estas já estão refletidas nos preços. Assim, tal mercado estimula não só a participação do investidor individual que não se especializa na análise de informações, como também o empresariado mais produtivo e a própria atividade econômica (BRITO, 1987, p. 5). Este sintetiza a importância do mercado de capitais, sugerindo que ele deve ser eficiente em três níveis:

- a) Nível informacional, associado à capacidade dos analistas financeiros de processar e refletir instantaneamente nos preços dos títulos o fluxo de informação existente no mercado;
- b) Nível Alocacional, associado à capacidade do mercado de desenvolver títulos que melhor correspondam à demanda de poupadores e investidores, permitindo uma melhor alocação de recursos;
- c) Nível Operacional, associado aos custos e recursos envolvidos no processo de intermediação financeira, (BRITO, 1987, p. 6).

A Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM) está baseada na afirmação de que a cotação de uma ação reflete as informações disponíveis a respeito da firma que a emitiu. Dessa forma, novas informações afetarão sua cotação, de maneira mais rápida ou mais lenta. Ela se refere, em seus testes de verificação, a dois aspectos do ajustamento dos preços a essas novas informações: velocidade e qualidade, direção e magnitude (SALLES, 1991, p. 151).

Segundo PROCIANOY e ANTUNES (2001, p. 15):

Um mercado de capitais eficiente pressupõe que as informações atendam às exigências legais e às expectativas dos seus participantes, para que uma nova informação seja incorporada de maneira rápida, com o conseqüente ajuste nos preços dos títulos. Informações relevantes são aquelas que afetam o fluxo de caixa da firma e as expectativas futuras dos investidores, interferindo no processo de precificação de títulos.

Segundo SALLES (1991, p. 153), "os preços dos títulos são influenciados por vários tipos de informação (preços passados, lucros futuros, volatilidade, índices

econômico-financeiros da análise fundamentalista, variáveis econômicas, fatores políticos, etc.), que provocam alterações maiores ou menores, dependendo do contexto do mercado, da relevância da informação e do *timing* que essa informação leva para ser incorporada pelo mercado”.

LUCAS (1978) relaciona o conceito de eficiência de mercado ao de Expectativas Racionais. Neste último, os preços dos ativos são determinados em função do nível atual de *outputs* da economia e têm seu comportamento acompanhado ao longo do tempo pelos investidores. Como os investidores tomam decisões com base nas suas expectativas sobre os preços futuros dos ativos e nas expectativas dos *outputs* da economia, é natural que a Expectativa Racional seja compatível com algum grau de previsibilidade dos retornos esperados.

Segundo CERETTA (2001, p. 16):

A HEM constitui uma teoria de equilíbrio aplicada ao mercado de ações. Uma vantagem comparativa para algum investidor só é possível pela posse de níveis de informação diferenciados, que não estejam completamente incorporados nos preços dos ativos. O grande paradoxo da HEM está na sua forma forte: de que num mercado em equilíbrio, povoado por investidores racionais, as informações estão disponíveis publicamente e, por essa razão, não podem dar a seu possuidor vantagem na construção de estratégias de negociação. O preço corrente é um preço justo, dado o conjunto de informações disponíveis.

A importância do mercado de capitais está relacionada com as vantagens que este pode trazer para as empresas e a economia em geral. Uma das vantagens do mercado financeiro, levando em consideração a abertura de capital de uma empresa por ações, por exemplo, é a divisão de riscos com os novos sócios. O dinheiro investido é classificado como capital próprio da empresa, em termos de Balanço Patrimonial, localiza-se no Patrimônio Líquido. Portanto possui sua remuneração vinculada aos resultados, se a empresa operar com prejuízos, os acionistas não recebem dividendos e os preços de suas ações caem, se os lucros forem elevados, os dividendos também serão, além de valorizar os preços das ações. Isso se diferencia das outras fontes de financiamentos, tanto de curto prazo como de longo prazo, pois se a empresa opera com lucro ou não, os empréstimos deverão ser pagos obrigatoriamente.

Segundo PEROBELLI (2004, p. 7) “os recursos dos sócios investidores da mesma forma que o dinheiro que o empresário colocou no empreendimento, não tem prazo de amortização ou resgate. Também, diferentemente de empréstimos,

não exigem rendimento definido: o retorno dos investidores depende do desempenho da empresa. Assim, uma companhia aberta é muito menos afetada pela volatilidade econômica” diminuindo os riscos.

Uma empresa com um risco mais baixo reduz o custo do capital, induzindo-a a um ciclo virtuoso. Segundo PEROBELLI (2004, p. 7) “nas empresas que têm certo grau de endividamento, a abertura de capital confere equilíbrio à estrutura de capital balanceando o uso do crédito e do capital próprio. Com um custo de capital menor, o retorno de projetos que anteriormente poderiam não ser atrativos passam a superar o custo do financiamento, abrindo um leque muito maior de oportunidades de investimento.”

Outra grande vantagem é que a empresa ganha mais credibilidade perante o mercado, o que pode facilitar, por exemplo, a obtenção de empréstimos bancários e estabelecimento de contratos, e também torna sua marca mais conhecida. PEROBELLI (2004, p. 8) afirma que “apesar de ser impossível mensurar o valor agregado à imagem em função da abertura de capital, não são poucos os casos em que empresas listadas em bolsa melhoram as condições de negociação com fornecedores, passaram a contar com maior exposição das suas marcas, ganharam competitividade e aumentaram o comprometimento dos funcionários, abrindo-lhes a oportunidade de se tornarem acionistas também”.

Portanto, a empresa tem a sua imagem institucional consolidada junto aos segmentos financeiros, pois a empresa passa a ser mais mencionada na mídia e acompanhada pelo público, o que pode resultar em um maior consumo, devido a maior divulgação da marca. Segundo PEROBELLI (2004, p. 8) “uma grande vantagem da companhia de capital aberto em relação às demais é que ela tem muito mais projeção e reconhecimento de todos os públicos com os quais se relaciona. Isso acontece porque ela passa a ganhar visibilidade, ser regularmente mencionada na mídia e acompanhada pela comunidade financeira.”

Porém, a imagem da empresa é influenciada pela instabilidade dos investimentos os quais têm como consequência as alterações do preço das ações. Isto para a empresa, a primeira vista, não apresenta ser um problema, já que o dinheiro inicial foi recebido, e as operações de compra e vendas são meras alterações nos “nomes” dos sócios, mas as flutuações dos preços das ações podem

prejudicar a imagem da empresa perante o mercado, principalmente, diante das instituições fornecedoras de crédito. De acordo com KEYNES (1985, p. 115):

Devemos considerar também outro aspecto do estado de confiança, ou seja, o grau de confiança que as instituições de crédito concedem às pessoas que nelas procuram empréstimos, e que, as vezes, se denominam condições de crédito. Uma baixa violenta no preço das ações, que produz um efeito desastroso sobre a eficiência marginal do capital, pode ser provocada pelo enfraquecimento seja da confiança especulativa seja das condições de crédito. Mas enquanto o debilitamento de qualquer dos dois fatores é suficiente para determinar uma queda violenta, a recuperação exige que ambos sejam restaurados, pois, conquanto o enfraquecimento do crédito bastante para levar a uma crise, o seu fortalecimento, embora uma condição necessária da recuperação, não é condição suficiente.

KEYNES (1985) em sua obra Teoria Geral, trata sobre o comportamento dos investidores que, diante de sua racionalidade limitada, tentam criar expectativas de longo prazo a respeito dos rendimentos que, possivelmente, os ativos terão. Segundo KEYNES (1985, p.109) “o volume de investimento depende da relação entre a taxa de juros e a curva da eficiência marginal do capital correspondente aos diferentes volumes de investimento corrente, ao passo que a eficiência marginal do capital depende da relação entre o preço de oferta de um ativo de capital e a sua renda esperada”.

KEYNES (1995, p. 110) afirma que

As expectativas de rendas esperadas se baseiam em dois pontos: nos fatos existentes e em eventos futuros. Os fatos existentes são aqueles que se podem considerar quase com certeza, como os bens de capital e os ativos de capital em geral. Os eventos futuros são aqueles que podem ser presumidos com maior ou menor nível de confiança, entre eles destacam-se as mudanças de estoques dos bens de capital e preferências dos consumidores, a amplitude da demanda efetiva durante o período do investimento e as variações da taxa nominal dos salários.

Segundo KEYNES (1985, p. 111) “quando as empresas pertenciam, quase todas as que as tinham fundado ou aos seus amigos e sócios, o investimento dependia da existência de um número suficiente de indivíduos de temperamento entusiástico e de impulsos construtivos que se empreendessem negócios como uma maneira de viver, sem realmente tomar como base os cálculos precisos de lucros prováveis”. Então para um negócio dar certo, dependia mais da sorte, como se fosse uma loteria, uns fracassariam outros seriam bem sucedidos.

Contudo, com separação entre a propriedade e a gestão, e com o desenvolvimento de mercados financeiros organizados, destaca-se o surgimento de

um novo fator importante: a bolsa de valores, que facilitou o investimento. Para Keynes, antes da existência da bolsa, não havia interesse na avaliação dos investimentos que eram feitos e, com a bolsa, os investimentos são reavaliados diariamente, possibilitando que os investidores revejam suas aplicações diariamente, facilitando a transferência de investimentos já realizados entre os indivíduos e influenciando na decisão sobre o montante do investidor. Para tornar mais clara a idéia, Keynes exemplifica seu raciocínio por uma analogia entre o agricultor e o investidor, afirmando que “é como se o agricultor, tendo examinado após o café da manhã, pudesse decidir retirar seu capital da atividade agrícola entre as dez e as onze da manhã, para reconsiderar se deveria investi-lo mais tarde, durante a semana” KEYNES (1985, p. 111).

Segundo KEYNES (1985, p. 111) “não há nenhum sentido em se criar uma empresa nova a um custo maior quando se pode adquirir uma empresa similar existente por um preço menor, ao passo que há uma indução para se aplicarem recursos em um novo projeto que passa exigir uma soma exorbitante, desde que esse empreendimento possa ser liquidado na bolsa de valores com um lucro imediato”.

O investimento torna-se seguro ao investidor no curto prazo, o que repercutirá em segurança no longo prazo, desconsiderando a racionalidade limitada, pois o indivíduo pode rever suas decisões e modificar seus investimentos diante de incertezas, evitando assim perdas que possam ocorrer futuramente. Por outro lado, para a empresa receptora do investimento é vantajoso, e passa a ser considerado por ele como investimento “fixo”. De acordo com KEYNES (1985, p. 112):

Desse modo, o investimento torna-se razoavelmente “seguro” para o investidor individual em períodos curtos e, por conseqüência, para uma sucessão de tais períodos, por mais numerosos que sejam, desde que ele possa ser razoavelmente confiar na validade do raciocínio e, portanto, tenha a oportunidade de rever suas decisões e modificar o investimento antes que haja tempo suficiente para que ocorram grandes alterações. Assim, os investimentos que são “fixos” para a comunidade tomam-se “líquidos” para o indivíduo.

Para KEYNES (1985, p. 115) “é preciso mais inteligência para derrotar as forças do tempo e da nossa ignorância sobre o futuro do que para sair na frente. Além disso, a vida não é bastante longa para essa tarefa; a natureza humana exige



sucessos imediatos, há um deleito especial em ganhar dinheiro rapidamente e os lucros remotos são descontados pelo homem médio a taxas muito elevadas.”

Segundo KEYNES (1985, p. 115) “o investidor a longo prazo é aquele que melhor serve o interesse público e é o que, na prática, incorre em maior crítica, ao passo que os fundos de investimento são manejados por comissões ou bancos, pois, em essência, sua conduta é excêntrica, inconventional e temerária aos olhos da opinião média.”

Keynes considera o investimento de longo prazo muito importante, pois, entre outros fatores, combate a instabilidade econômica. Faz uma analogia entre o investimento e o casamento duradouro. Em KEYNES (1985, p. 116):

O espetáculo dos mercados financeiros modernos levou-me, algumas vezes a concluir que, se as operações de compra de um investimento fossem tornadas definitivas e irrevogáveis, à maneira do casamento, salvo em caso de morte ou por outro motivo grave, os males da nossa época seriam, com grande utilidade, aliviados. Isso obrigaria os investidores a dirigir sua atenção apenas para as perspectivas a longo prazo.

Keynes destaca que a instabilidade econômica tem outras origens além da especulação financeira, sendo ela fruto da própria natureza humana. Para KEYNES (1985, p. 117) “além da causa devida à especulação, a instabilidade econômica encontra outra causa, inerente à natureza humana, no fato que grande parte das nossas atividades positivas depende mais do otimismo espontâneo do que de uma expectativa matemática, seja moral, hedonista ou econômica.”

## 2 O MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização (BOVESPA, 2004).

O mercado de capitais é constituído de mercado primário e mercado secundário, onde o mercado primário é aquele no qual os “novos” títulos são vendidos e o mercado secundário pode ser visto como um mercado de títulos “usados” ou “possuídos” anteriormente, segundo GITMAN. Este explica que “o mercado de capitais é uma relação financeira criada por várias instituições e condições que permitem aos fornecedores e aos tomadores de fundos de longo prazo realizar transações” (GITMAN, 1997, p. 33).

Sendo o mercado secundário constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas, os principais títulos negociados neste mercado são os representativos do capital de empresas (ações) ou de empréstimos feitos, via mercado, por empresas (debêntures conversíveis, bônus de subscrição, etc.) sem participação de intermediários bancários (GITMAN, 1997, p. 34).

Este mercado deve estar estruturado de forma a atender às necessidades de investimentos dos agentes econômicos, por meio de diversas modalidades de financiamento para capital de giro e capital fixo.

ASSAF NETO (2003, p. 124) destaca que “o mercado de capitais assume papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico. É o grande municiador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento”.

SCHUMPETER (1984), em sua Teoria de Desenvolvimento Econômico, considera o mercado monetário, no qual, para ele, o mercado de capitais está contido, como “o quartel general do sistema capitalista, do qual partem as ordens para suas divisões individuais, e o que ali é debatido é sempre em essência o estabelecimento de planos para o desenvolvimento posterior” (SCHUMPETER,

1984, p. 86). Segundo SCHUMPETER (1984, p. 86) “o mecanismo de poupança investimento é *ex-ante*, ou seja, a poupança não limita o investimento. Este é determinado pela existência de projetos rentáveis. O investimento *ex-ante*, propicia a geração de poupança *ex-post*, que permita os investimentos serem pagos. Dessa forma, o mercado monetário tem a função de permitir o investimento *ex-ante*”.

Outro importante impacto do mercado de capitais, é que ele pode substituir os intermediários financeiros na função de formação de poupança. A emissão de ações e obrigações representam fontes alternativas de financiamento para as empresas em relação ao tradicional crédito bancário. Ou seja, o mercado de capitais reduz a importância da intermediação financeira na economia (AFONSO, 2001, p. 38).

Para negociar os interesses entre os poupadores de recursos e os tomadores desses recursos é preciso de agentes financeiros. A bolsa de valores é um dos agentes responsáveis pelo funcionamento do mercado de capitais, especificamente o acionário, onde são negociadas ações das empresas de capital aberto. A Bovespa, maior centro de negociação de ações do Brasil e da América Latina, é responsável por fornecer estrutura para negociação das ações no Brasil (CAVALCANTI, 1996, p. 250).

## 2.1 HISTÓRICO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

O processo de abertura de capital no Brasil se deu de forma lenta. O primeiro vestígio de sociedade anônima no Brasil foi quando D. João VI, em outubro, de 1808 formou o Banco do Brasil subscrevendo o capital deste no valor de 1.200 contos de Réis, a emissão foi um fracasso, pois somente 100 contos foram integralizados, gerando enorme esforço para a integralização do restante, foram oferecidos, inclusive, títulos mobiliários aos maiores subscritores (CASAGRANDE NETO, 1989, p. 17).

Havia uma tendência estatizadora que remonta à cultura colonial portuguesa escravista. E os primeiros governos republicanos foram militares, mantendo a cultura de poder do Estado (CAVALCANTI, 1996, p. 9).

Houve outras tentativas pela iniciativa privada, como a criação de um novo Banco do Brasil, por Visconde de Mauá, as quais, segundo CASAGRANDE NETO

(1989, p. 19) “em princípio causaram enorme repercussão nos meios financeiros nacionais, mas por uma série de fatores econômicos adversos, malograram minando ainda mais a credibilidade do mercado de capitais”.

Após a Primeira Grande Guerra, acentuou-se o pensamento nacionalista que daria origem à liderança de Getúlio Vargas, por três décadas, incluindo uma tomada revolucionária do poder. O Brasil começava sua industrialização, mas permanecia basicamente um exportador de café. Os grandes projetos de industrialização foram viabilizados com investimentos estatais, destacando-se Petrobrás, Companhia Siderúrgica Nacional e Rede Ferroviária Federal (CAVALCANTI, 1996, p. 10).

Na transição das décadas de 50 e 60, o Brasil viveu um grande surto de industrialização com a chamada política desenvolvimentista de Juscelino Kubitschek, destacando-se a implantação da indústria automobilística. Mas a liderança de investimentos estatais continuou prevalecendo em obras como Brasília, novas rodovias e usinas hidroelétricas (CAVALCANTI, 1996, p. 11).

Em 1964, outra revolução. Por mais de duas décadas, os governos militares aprofundaram o modelo estatal, destacando-se a grande expansão do sistema elétrico pela Eletrobrás e das telecomunicações pela Telebrás. Monopólios estatais legais ou monopólios estatais de fato fabricavam navios, aviões, caminhões, fertilizantes e computadores, além de operarem portos, aeroportos, serviços urbanos e bancos. Parecia que os capitais privados nacionais destinavam-se apenas à agricultura, ao comércio e indústrias de pequeno e médio porte. Mesmo assim, o Estado incursionou largamente em todos estes setores.

No período pós-revolução de 1964 que a estrutura financeira nacional passou por grandes reformas, dando origem ao atual sistema bancário e a um moderno mercado de capitais. Destacam-se a Lei da Reforma Bancária (Lei 4595/64), a Lei do Mercado de Capitais (Lei 4728/65) e a Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6404/76). Merece ainda ser mencionado o Decreto-Lei 157/67 que dava incentivos fiscais para o investimento em ações, visando motivar o público contribuinte para o conhecimento do mercado acionário (CAVALCANTI, 1996, p. 14).

Desde os anos 60, em nossas centenárias bolsas de valores, aproximadamente a cada 20 anos, as empresas estatais trocaram entre si a liderança em concentração de negócios: primeiro Banco do Brasil, depois Petrobrás

e Telebrás. Com base nos fatos ocorridos até a década de 60 confirma-se que as atuações históricas e culturais levaram à predominância do investimento estatal, constata-se atraso na consolidação de um mercado de capitais forte no Brasil.

A lei 157/67 definiu também as instituições responsáveis pela distribuição de emissões de valores mobiliários, conforme fixado pelo Conselho Monetário, exigiu o cadastramento da empresa no Banco Central, para fins de negociação de seus títulos e valores mobiliários nas bolsas de valores, além de criar o registro de emissão.

Segundo CASAGRANDE NETO (1989, p. 25) “Nos desdobramentos de reforma então iniciada, os bancos de investimento foram criados a partir do seccionamento das atividades de investimento das sociedades de crédito, financiamento e investimento, as financeiras. Foram criadas, também, as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Estes dois tipos de instituição, embora de renda fixa, desempenharam papel importante no desenvolvimento do mercado de ações”.

Em 1966 houve regulamentação das atividades da bolsa de valores, sendo que em 1967, com a criação dos fundos fiscais do Decreto-lei nº 157, a atuação dos investidores institucionais, que era ainda embrionário, ganhou corpo (CASAGRANDE, 1989, p. 25).

Ainda em 1967, foram introduzidos alguns incentivos para a aplicação no mercado acionário, dentre os quais se destacam os Fundos 157, criados pelo Decreto Lei nº 157, de 10.02.1967. Os Fundos 157 eram uma opção dada aos contribuintes para utilizar parte do imposto devido quando da Declaração do Imposto de Renda, em aquisição de quotas de fundos de ações de companhias abertas administrados por instituições financeiras de livre escolha do aplicador.

Através das mudanças ocorridas na década de 60, houve um grande volume de recursos levados para o mercado de acionário, principalmente em decorrência dos incentivos fiscais criados pelo Governo Federal, houve um rápido crescimento da demanda por ações pelos investidores sem que houvesse aumento simultâneo de novas emissões de ações pelas empresas.

A partir da década de 70 houve um reaquecimento econômico o qual acelerou os negócios em bolsa. Em 1971 ocorreu o chamado “boom” das bolsas de São Paulo e

Rio de Janeiro, foi o período em que as cotações atingiram seu ponto máximo, o que arruinou grande número de investidores. A atuação das autoridades do governo em geral e do Banco Central se mostrou ineficiente durante o processo de alta, o que foi resultado da inexperiência e falta de especialização dos mesmos (CASAGRANDE, 1989, p. 25).

Em 1974, com o Decreto-lei nº 1.338 houve a criação do mais abrangente sistema de incentivos fiscais as aplicações financeiras. Em 1975, foi criado por meio do Decreto-lei nº 1.401 os fundos de investimentos voltados à captação do capital estrangeiro, então, a partir de 1976 houve uma crescente entrada de capital externo no Brasil, isso foi complementado pela regulação da aplicação de recursos das reservas das entidades de previdência privada, ocorrido em 1978 (CASAGRANDE, 1989, p. 26).

Em dezembro de 1976 a nova Lei de Capitais e a nova Lei das Sociedades por Ações foram decretadas, as quais tinham como objetivo fundamental a proteção do acionista na empresa e do investidor no mercado. Foram definidas as diversas práticas que podem ser nocivas aos interesses dos investidores, bem como instrumentos para reprimi-las. Além disso, houve uma ampliação do grau de divulgação de informações por parte das companhias e dos participantes do mercado. Foi criada a Comissão de Valores Mobiliários, para garantir o cumprimento das novas normas, esse órgão especializado possui poderes ainda maiores que aqueles auferidos ao Banco Central (CASAGRANDE, 1989, p. 26).

A crise dos anos 80 acentuou a fragilidade para o mercado de capitais brasileiro, as taxas de investimento decaíram desestimulando as empresas de abrirem capital além de aumentar a dependência das empresas estatais. O mercado ficou em torno de poucas empresas com grandes quantidades de ações, essa situação durou até 1989, e terminou com fim das operações conhecidas com “D Zero” o que levou a quebra dos maiores investidores (BARROS, 2000, p 5).

## 2.2 O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO NA DÉCADA DE 90

Uma série de mudanças no quadro macroeconômico e regulatório no início da década de 90 tornou o mercado brasileiro mais atraente e acessível aos investidores internacionais, mudanças tais como no ambiente de concorrência da indústria brasileira, destacando-se a reinserção do país no circuito financeiro internacional e a abertura comercial (PEREIRA, 2000, p. 98).

A elevação das taxas de juros reais estimula as empresas que podem endividar-se no mercado externo a fazê-lo, enquanto as que não têm acesso a esse tipo de captação observam que a antiga postura defensiva de elevação de preços já não é uma opção atraente, pois numa economia aberta essa decisão implica perda de *market share*. Em outros termos, “o processo de abertura comercial introduziu uma ligação direta entre a evolução da taxa de câmbio nominal e o custo esperado do autofinanciamento, que inexistia numa economia fechada” (PEREIRA, 2000, p. 102).

Configura-se, assim um cenário propício à utilização de fontes externas de financiamento, principalmente o crédito em moeda estrangeira. Como se encontra em BARROS (2000, p. 6):

Na década de 90 o mercado experimenta um crescimento que, apesar de ainda concentrado nas empresas estatais, tem características distintas da década anterior. No plano internacional, a intensificação da diversificação de portfólio e, internamente, mudanças favoráveis o quadro macroeconômico e regulatório, juntamente com o processo de privatização, tornaram o mercado brasileiro mais atraente e acessível aos investidores internacionais.

O resultado destas mudanças foi uma entrada significativa de investimentos externos direcionados ao mercado de capitais. A Tabela 1 mostra o movimento de capitais estrangeiros (investimento direto em carteira de valores mobiliários por investidores institucionais estrangeiros) entre 1991 e 1999. A entrada líquida de capitais partiu de US\$ 386 milhões em 1991 para alcançar uma média anual de US\$ 3,3 bilhões entre 1993 e 1996. O saldo, no entanto, tornou-se negativo em 1998 (US\$ 2,4 bilhões) como reflexo da ameaça de crise cambial que se confirmou no início de 1999 (CARVALHO, 2000, p. 3). Em 1999 há uma recuperação com a

entrada líquida de US\$ 1,1 bilhões, valor ainda bastante aquém da média anterior à crise cambial de 1998/1999 (CARVALHO, 2000, p. 3).

TABELA 1 - INVESTIMENTOS EXTERNOS (US\$ MILHÕES)

PERÍODO	INGRESSO	RETORNO	SALDO
1991	428,4	96,1	386,3
1992	2.966,80	1.652,40	1.314,40
1993	14.614,10	9.136,50	5.477,60
1994	20.532,40	16.778,20	3.754,20
1995	22.026,60	21.498,40	528,3
1996	22.935,60	19.341,90	3.593,70
1997	32.191,90	30.576,80	1.615,10
1998	21.886,70	24.349,00	-2.462,30
1999	12.396,10	11.296,00	1.100,10
Total (1991-99)	150.032,70	134.725,20	15.307,40

FONTE: CVM, 2000.

NOTA: Tabela extraída do texto Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil. IPE/USP. Texto para discussão 6/2000.

Segundo HERMANN (1997, p. 53) o período de 90 é marcado “pelo amplo processo de desregulamentação e abertura dos mercados financeiros e pelo intenso movimento de inovações financeiras” com destaque para as operações de securitização. O reflexo da maciça entrada de capitais estrangeiros foi um crescimento expressivo no valor das ações e volumes negociados em bolsa.<sup>1</sup>

Como poderá ser observado na TABELA 2 que contém dados anuais de *turnover*, (volume de dinheiro movimentado em um período), capitalização bursátil (valor de mercado das empresas emissoras de ações integrantes da carteira teórica dos índices) e volume total negociados como proporção do PIB entre 1980 e 1998. A capitalização bursátil como proporção do PIB partiu de uma média de 8% nos anos 80, para atingir valores de até 33.5% em 1994, com uma média de 26.3% entre 1993 e 1998. O volume transacionado como proporção do PIB que teve uma média de 2.7% entre 1980 e 1989, cresceu para um valor médio de 16.7% entre 1993 e 1998 (CARVALHO, 2000, p. 4).

<sup>1</sup> No Brasil não há mercado ativos para a formação de preços de títulos de dívida. O sistema SETIP/SELIC é usado apenas para registro de transações.



TABELA 2 - A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL, 1980 À 1999

PERÍODO	CAPITALIZAÇÃO BURSÁTIL/PIB (%)	VOLUME TOTAL NEGOCIADO/PIB (%)	TURNOVER (%)
1980	3,9	0,7	18,9
1981	4,9	0,5	10,4
1982	3,8	0,8	21,4
1983	8,0	1,6	18,2
1984	15,4	3,0	19,3
1985	20,3	4,8	23,6
1986	16,0	6,9	43,2
1987	6,0	2,1	34,6
1988	10,1	3,4	33,4
1989	10,7	3,3	31,3
1990	3,5	1,1	30,8
1991	11,2	2,2	19,6
1992	12,0	4,8	40,4
1993	22,7	8,8	38,8
1994	33,5	15,6	46,7
1995	20,9	11,3	53,9
1996	28,0	14,9	53,3
1997	31,6	26,9	85,0
1998	21,2	22,7	107,2
1999	30,9	12,1	39,0

FONTE: CVM, 2000.

NOTA: Tabela extraída do texto Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil. IPE/USP. Texto para discussão 6/2000.

Comparações internacionais também ilustram o aumento da importância relativa do mercado acionário brasileiro na década de 90, como se observa na tabela 3. Nesta tabela, compara-se as taxas de crescimento brasileira com a média e a mediana mundiais obtidas entre dois triênios: 1988-90 e 1994-1996.<sup>2</sup>

TABELA 3 – CAPITALIZAÇÃO BURSÁTIL SOBRE O PIB PELO MUNDO (%)

PAÍSES	MÉDIA 1988-90	RANK	MÉDIA 1994-96	RANK
Malásia	95,4	5	279,8	1
África do Sul	138,3	2	195,7	2
Luxemburgo	266	1	188,1	3
Singapura	101,1	4	175,2	4
Reino Unido	92,5	6	132,2	5
Suíça	80,3	7	128,7	6
Chile	36,1	14	119,3	7

continua

<sup>2</sup> Nestas comparações restringe-se a pesquisa ao conjunto de 40 países usados por La Porta et Al. (1997).

TABELA 3 – CAPITALIZAÇÃO BURSÁTIL SOBRE O PIB PELO MUNDO (%)

Estados Unidos	59,7	8	95,9	8
Holanda	53,4	9	89,7	9
Filipinas	17,6	22	87,7	10
Austrália	45,4	12	84,9	11
Suécia	53,3	10	80,4	12
Tailândia	25,9	19	76,8	13
Japão	127,9	3	72,6	14
Canadá	48,3	11	67,8	15
Nova Zelândia	27,5	17	54,9	16
Finlândia	24,3	20	41,5	17
Israel	12,4	26	41,2	18
Bélgica	39,7	13	39,8	19
Índia	10,5	29	37,9	20
Espanha	27,1	18	36,4	21
França	29,8	16	35,5	22
Dinamarca	31,2	15	35,3	23
Indonésia	3,2	38	33,2	24
Zimbábue	16,7	23	32,5	25
Noruega	20,9	21	32,1	26
México	10	30	31,7	27
Brasil	7,7	33	27,9	28
Colômbia	3,1	40	20,7	29
Portugal	16	25	19,5	30
Itália	16,4	24	19,4	31
Paquistão	6,5	35	18,4	32

FONTE: Word Development Indicators 1999 (Banco Mundial)

NOTA: Tabela extraída do texto Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil. IPE/USP. Texto para discussão 6/2000.

Em termos de Capitalização bursátil, o Brasil cresceu a uma taxa de 261% contra uma média mundial de 139% e uma mediana de 72%. Neste quesito o Brasil ocupava a 33ª posição no período 1988-90, e passou a ocupar a 28ª posição no período 1994-1996. No que se refere a valor transacionado, cresceu a uma taxa de 340% contra uma média de 350% e uma mediana de 163%, passando da 25ª para 20ª posição, como pode ser observado na TABELA 4.

TABELA 4 - VALOR TRANSACIONADO SOBRE O PIB PELO MUNDO (%)

PAÍSES	MÉDIA 1988-90	RANK	MÉDIA 1994-96	RANK
Malásia	17,1	7	145,7	1
Singapura	38,9	3	77,2	2
Estados Unidos	35	4	74	3
Holanda	22,8	5	66,3	4
UK	45,3	2	47,2	5
Suécia	9	12	45,9	6

continua

TABELA 4 - VALOR TRANSACIONADO SOBRE O PIB PELO MUNDO (%)

PAÍSES	MÉDIA 1988-90	RANK	MÉDIA 1994-96	RANK
Austrália	14,2	9	38	7
Tailândia	18,2	6	38	8
Canadá	14,2	8	35,4	9
Japão	79,9	1	25	10
Filipinas	3,6	23	24,1	11
Turquia	1,6	31	22,4	12
Espanha	8,6	14	22,2	13
França	9,2	11	21,6	14
Nova Zelândia	4,7	20	13,8	23
Áustria	7,5	16	9,5	24
Itália	4,1	22	9,3	25
Indonésia	1,3	32	9,3	26
Bélgica	4,5	21	6,9	27
Paquistão	0,5	34	6,9	28
Índia	6,1	18	6,8	29
Peru	0,3	36	6,3	30
Grécia	2	28	5,8	31
Portugal	2,8	26	5,5	32
Sri Lanka	0,3	37	2,3	33
Zimbábue	0,5	35	2,5	34
Argentina	1,2	33	2,4	35
Colômbia	0,2	39	2,1	36
Egito	0,2	38	2,1	37
Luxemburgo	1,8	29	2,1	38
Venezuela	1,7	30	1,4	39
Nigéria	0	40	0,1	40
Média das taxas de crescimento			350%	
Mediana das taxas de crescimento			163%	
Taxa de crescimento para o Brasil			340%	

FONTE: CVM, 2000

NOTA: Tabela extraída do texto Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil. IPE/USP. Texto para discussão 6/2000.

Com respeito a *turnover*, o Brasil cresceu a uma taxa de 28% contra uma média mundial de 89% e uma mediana de 50%, mudando da 9ª para 8ª posição (TABELA 5). Entretanto, a fraca classificação nos critérios de capitalização bursátil e valor transacionado como proporção do PIB refletem, em termos comparativos, a pouca importância do mercado acionário relativamente à economia brasileira (CARVALHO, 2000, p. 8).

TABELA 5 - TURNOVER PELO MUNDO

PAÍSES	MÉDIA 1988-90	RANK	MÉDIA 1994-96	RANK
Turquia	0,17	25	1,57	1

continua

TABELA 5 - TURNOVER PELO MUNDO

PAÍSES	MÉDIA 1988-90	RANK	MÉDIA 1994-96	RANK
Estados Unidos	0,59	5	76	2
Holanda	0,4	10	0,73	3
Áustria	0,79	2	0,65	4
França	0,31	16	0,62	5
Espanha	0,32	14	0,58	6
Suécia	0,17	26	0,58	7
Brasil	0,43	9	0,54	8
Canadá	0,29	17	0,52	9
Malásia	0,17	24	0,51	10
Itália	0,25	19	0,49	11
Tailândia	0,71	3	0,49	12
Dinamarca	0,27	18	0,48	13
México	0,36	12	0,47	14
Noruega	0,46	8	0,47	15
Austrália	0,32	15	0,44	16
Singapura	0,39	11	0,43	17
Israel	0,86	1	0,41	18
Paquistão	0,08	31	0,39	19
Finlândia	0,22	21	0,38	20
Reino Unido	49	7	0,36	21
Grécia	0,14	29	0,35	22
Japão	0,62	4	0,35	23
Portugal	0,17	27	0,28	24
Indonésia	0,25	20	0,27	25
Filipinas	0,2	22	0,27	26
Nova Zelândia	18	23	0,25	27
Índia	0,57	6	0,18	28
Argentina	0,34	13	0,18	29
Bélgica	0,11	30	0,17	30
Venezuela	0,15	28	0,16	31
Egito	0,05	34	0,15	32
Sri Lanka	0,03	37	0,14	33
Chile	0,08	32	0,12	34
Colômbia	0,06	33	0,1	35
África do Sul	0,05	35	0,08	36
Zimbábue	0,04	36	0,08	37
Nigéria	0,01	38	0,01	38
Luxemburgo	0,01	39	0,01	39
Média das taxas de crescimento				89%
Mediana das taxas de crescimento				50%

FONTE: JOHSON, 2000

NOTA: Tabela extraída do texto Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil. IPE/USP. Texto para discussão 6/2000.

O florescimento do mercado secundário teve correspondente no mercado primário: o valor das emissões de papéis por empresas de capital aberto cresceu significativamente nos anos 90. A Tabela 6 mostra o volume de emissões de ações, debêntures e notas promissórias para o período 1980-98. O volume de emissões de

ações partiu de uma média anual de US\$ 564.7 milhões no período 1980-89 para alcançar um valor médio de US\$ 1.89 bilhões no quinquênio 1993-98.

TABELA 6 - EMISSÕES PRIMÁRIAS NO BRASIL : 1980 – 1999 (US\$ MILHÕES)

PERÍODO	DEBÊNTURES	AÇÕES	NOTAS PROMISSORIAS
1980	288	649	
1981	1.735	290	
1982	1.752	469	
1983	696	249	
1984	229	249	
1985	115	530	
1986	139	1.198	
1987	27	390	
1988	3.253	529	
1989	1.485	758	
1990	916	775	
1991	1.011	602	
1992	339	943	
1993	3.843	841	
1994	3.340	2.259	
1995	7.574	2.112	1.260
1996	8.289	1.152	481
1997	6.922	3.500	4.525
1998	8.674	3.848	9.681
1999	3.621	14.859	4.428

FONTE: CVM, 2000

NOTA: Tabela extraída do texto Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil. IPE/USP. Texto para discussão 6/2000.

Com respeito à emissão de debêntures, o volume de emissões aumentou de uma média anual de US\$ 979 milhões no período 1980-89 para US\$ 6.4 bilhões no quinquênio 1993-98. Crescimento similar ocorre com a emissão de notas promissórias, muito embora a emissão destes títulos tenha começado somente após 1995.

A TABELA 7 mostra os mesmos valores como proporção da formação bruta de capital fixo, indicando que a participação do mercado de capitais tem sido bastante modesta (CARVALHO, 2000, p. 9).

TABELA 7 - EMISSÕES PRIMÁRIAS NO BRASIL: 1980 – 1999 (FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO)

ANOS	DEBÊNTURES	AÇÃO TOTAL	TOTAL (AÇÃO + DEBÊNTURES)
1980	1,21%	0,54%	1,74%
1981	0,48%	2,86%	3,34%
1982	0,78%	2,90%	3,68%
1983	0,68%	1,89%	2,56%
1984	1,50%	0,85%	2,35%
1985	1,55%	0,30%	1,85%
1986	2,34%	0,27%	2,61%
1987	0,59%	0,04%	0,64%
1988	0,71%	4,34%	5,05%
1989	0,68%	1,34%	2,02%
1990	0,81%	0,95%	1,76%
1991	0,82%	1,37%	2,18%
1992	1,31%	0,47%	1,78%
1993	1,00%	4,55%	5,54%
1994	1,99%	2,91%	4,91%
1995	1,46%	5,24%	6,70%
1996	0,78%	5,60%	6,37%
1997	2,18%	4,31%	6,49%
1998	2,35%	5,85%	8,20%

FONTES: World Development Indicators 1999 (Banco Mundial) e CVM

NOTA: Tabela extraída do texto Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil. IPE/USP. Texto para discussão 6/2000.

Apesar deste aparente crescimento conforme apresentado como a performance da capitalização bursátil no mercado de capitais brasileiro que cresceu em média 261% no triênio 1994-1996 contra uma média mundial de 139%. Em relação ao volume transacionado cresceu a uma taxa média de 340% contra uma mediana mundial de 163% (CARVALHO, 2000, p.4). O volume de emissões primárias partiu de uma média anual de US\$ 564,7 milhões no período 1980-89 para alcançar um valor médio de US\$ 1,89 bilhões entre 1993-98, observa-se que não operou uma mudança mais profunda no mercado de capitais nacional. VIEIRA e CORRÊA (2002, p. 25) dizem:

As características do mercado de capitais devem ser analisadas a luz dos incentivos históricos, que levaram à abertura de capital de um grande número de empresas, ainda que várias nunca tenham negociado efetivamente as ações neste mercado. Muitas empresas que apresentam estrutura de capital aberto fizeram historicamente com perspectivas de benefícios fiscais e financeiros concedidos pelo governo na década de 1960 e 1970 - principalmente no âmbito das reformas financeiras de 64/67 e através do "Fundo 157". Estas empresas geralmente não possuíam grande porte e a sua estrutura de propriedade concentrava-se em um número pequeno de acionistas majoritários.

Os capitais que ingressaram no mercado nacional vai e vem rapidamente em momentos de crises. Assim o final da década de 90 é caracterizado pelo declínio nos índices de performance do mercado de capitais. Tal fato é freqüentemente associado às crises cambiais na Ásia, Rússia e Brasil que mostrou que a tomada de recursos no exterior (via *commercial papers*, ADRs e BDRs) é instável e deixa o mercado na estreita dependência dos movimentos expectacionais dos mercados financeiros internacionais. Outro fator importante a ressaltar é que o longo período de manutenção de altas taxas de juros desestimulou o investimento em ativos variáveis (CARVALHO, 2000, p. 5).

O declínio do mercado de capitais nacional vai além das proposições de crises passageiras e se assenta na não modificação de características históricas do mercado de capitais, a saber: a) grande concentração de propriedade e controle das empresas; e b) pouca negociabilidade desses controles e das próprias ações em bolsa. O número de empresas que negociava ações em bolsa em 1989 era de 592, passando para um número de 487 em 1999. As empresas de capital aberto no período de 1980-84 eram de 1.075 e declinou para 850 no período 1990-95. Em 1998 esta quantidade subiu para 1.047, um número maior que indica uma certa evolução em relação à década de 80. No entanto este número é ilusório, uma vez que muitas empresas criadas no período eram empresas estatais e consórcios ligados à privatização, empresas que abriram para ADRs, empresas de securitização e *leasing*, e empresas que não fizeram emissão superior a R\$ 1 milhão (CARVALHO, 2000, p. 6). Um aumento significativo, mas alcançando seu auge em 1989, com 592 empresas listadas, o número de empresas começou a decair a partir de 1990 passando para 579 empresas, e continuou a cair saindo da casa dos quinhentos em 1999, com 487 empresas listadas, em 2003 passou para a casa dos trezentos, com 383 empresas, até chegar em 366 empresas listadas em 2005, uma redução considerável. Como se pode observar na tabela 8. Atualmente (até julho deste ano) a Bovespa está com 398 empresas listadas, número que ainda pode alterar até o final do ano.

TABELA 8 – EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA: 1970-2007

ANO	NÚMERO DE EMPRESAS	ANO	NÚMERO DE EMPRESAS
1970	200	1989	592
1971	337	1990	579
1972	381	1991	570
1973	395	1992	565
1974	398	1993	551
1975	362	1994	549
1976	387	1995	547
1977	452	1996	554
1978	399	1997	545
1979	404	1998	535
1980	426	1999	487
1981	488	2000	467
1982	493	2001	439
1983	506	2002	407
1984	522	2003	383
1985	541	2004	373
1986	592	2005	366
1987	590	2006	378
1988	589	2007	398

FONTE: BOVESPA (2006)

A Tabela 9 mostra o número de empresas com registro na CVM entre 1980 a 1998. Vê-se um total de 1075 empresas para o período de 1980-84, que declina para 850 no período de 1990-1995. No quinquênio seguinte esta tendência reverte-se, chegando a 1047 empresas em 1998. No entanto, a reversão observada entre 1995 e 1998 é ilusória. Muitas das empresas criadas no período eram empresas estatais e consórcios ligados à privatização, empresas que abriram para a emissão de ADRs, empresas de securitização e *leasing*, e empresas que não fizeram emissão superior a R\$ 1 milhão.

Um elemento crucial para a compreensão dos entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais é a evolução do número de empresas de capital aberto, conforme apresentado na tabela 9. Paradoxalmente, o grande florescimento do mercado de capitais nos anos 90 foi acompanhado por uma redução monotônica do número de empresas listadas no país (CARVALHO, 2000, p. 2).

A tendência à queda no número de empresas não se restringe apenas às listadas em bolsa, mas a todo segmento de empresas abertas (incluindo também empresas que emitem apenas títulos de dívida).



TABELA 9 – EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO

PERÍODO	NÚMERO DE EMPRESAS
1980/84	1075
1985/89	985
1990/95	850
1996	925
1997	946
1998	1.047
1999	1.029

FONTE: CVM, 2000

A Tabela 10 refaz o cômputo do número de empresas de capital aberto descontando as empresas acima referidas, indicando que o número de empresas abertas do setor produtivo de fato reduziu-se em 34 no período entre 1995 e 1998. Portanto, o aumento do número de empresas abertas registrado no período em questão (Tabela 9) é apenas aparente. Entre 1998 e 1999 o número de empresas com registro na CVM caiu de 1047 para 1029 (CARVALHO, 2000, p 3).

TABELA 10: ANÁLISE DE EVOLUÇÃO DA ABERTURA E FECHAMENTO DE CAPITAL DE EMPRESAS DO SETOR PRODUTIVO- 1994-1998

EMPRESAS	Nº
1- Empresas que abriram capital entre 1994 e 1998	367
2- Empresas fecharam capital entre 1994 e 1998 e que abriram depois de 1994	23
A - Aumento do número de empresas (1 menos 2)	344
B – Empresas sem emissões*	165
C – Empresas com emissões**	179
C.1 – Empresas de Leasing	19
C.2 – Empresas de Securitização	19
C.3 – Empresas estatais e consórcios ligados a privatização	29
C.4 – Empresas com emissão de ADRs	13
D – Saldo (C - C1 - C2 - C3 - C4)	99
E – Fechamento de Empresas do Setor Produtivo registradas antes de 1994	133
F – Variação do estoque de empresas do setor produtivo (D - E)	-34

FONTE: ROCCA e CARVALHO (1999)

NOTA: Não registraram qualquer emissão ou fizeram emissões de valor inferior a R\$ 1 milhão. Registraram emissões (ações, debêntures, notas promissórias, bônus de subscrição e ADR) de valor superior a R\$ 1 milhão.

Segundo ROCCA e CARVALHO (1999, p. 21) “uma comparação internacional do número de empresas listadas ilustra a fraca performance brasileira (TABELA 11). Consideramos nossas taxas de crescimento com relação a média e a mediana mundiais obtidas entre dois triênios: 1988-90 e 1994-1996. O número de empresas evoluiu a uma taxa de -7% contra uma média mundial de 31% e uma mediana de

17%, passando da 10ª posição no triênio 1988-90 para a 13ª posição no triênio 1994-96”. Conforme observa-se na tabela:

**TABELA 11: NÚMERO DE EMPRESAS LISTADAS POR PAÍSES**

PAÍSES	MÉDIA 1988-90	RANK	MÉDIA 1994-96	RANK
Estados Unidos	6.669	1	7.947	1
Índia	6.003	2	5.270	2
Japão	2.019	3	2.267	3
Reino Unido	1.923	4	2.194	4
Canadá	1.145	6	1.215	5
Austrália	1.242	5	1.185	6
Paquistão	444	13	757	7
Coréia	599	9	727	8
Egito	522	12	697	9
Israel	248	19	649	10
África do Sul	745	7	635	11
Alemanha	550	11	592	12
Brasil	587	10	546	13
Malásia	257	18	543	14
França	631	8	532	15
Tailândia	177	28	420	16
Espanha	406	14	366	17
Chile	211	22	282	18
Holanda	268	16	250	19
Itália	216	21	239	20
Indonésia	69	41	236	21
Dinamarca	269	15	234	22
Peru	262	17	232	23
Suíça	173	31	228	24
Suécia	178	26	227	25
Sri Lanka	176	30	225	26
Singapura	139	33	225	27
Grécia	128	34	217	28
Filipinas	146	32	203	29
Turquia	70	40	203	30
México	202	23	195	31
Nigéria	115	36	180	32
Portugal	178	27	174	33
Nova Zelândia	237	20	167	34
Colômbia	83	38	164	35
Argentina	181	25	151	36
Noruega	121	35	147	37
Bélgica	184	24	146	38
Áustria	84	37	109	39
Venezuela	66	42	89	40
Finlândia	72	39	70	41
Zimbábue	55	43	64	42
Luxemburgo	177	29	58	43

continua

TABELA 11: NÚMERO DE EMPRESAS LISTADAS POR PAÍSES

PAÍSES	MÉDIA 1988-90	RANK	MÉDIA 1994-96	RANK
Média das taxas de crescimento				31%
Mediana das taxas de crescimento				17%
Taxa de crescimento para o Brasil				-7%

FONTE: World Development Indicators, Banco Mundial 1999

NOTA: Tabela extraída do texto Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil. IPE/USP. Texto para discussão 6/2000.

Segundo VIEIRA e CORRÊA (2002, p. 12) “o movimento de florescimento do mercado de capitais brasileiro na década de 90 ficou restrito a um número reduzido de empresas que apresentavam liquidez, comprovando o aspecto de pouca negociabilidade dos controles (concentração no mercado de capitais) e a baixa liquidez do mercado bursátil nacional”.

Tendo em vista a importância do mercado de capitais, nota-se que esse não é muito desenvolvido no Brasil, segundo BARROS (2000, p.5) “a fragilidade do mercado de capitais brasileiro não é recente. Nunca, na história do capitalismo brasileiro, o mercado de capitais cumpriu um papel proeminente, alavancando recursos para investimentos de alta intensidade de capital e longo prazo de maturação”.

Além disso, segundo BARROS (2000, p.5) “o mercado de capitais não se desenvolveu por falta de leis apropriadas e instituições mais sólidas. Ele não se desenvolveu porque em geral, graças ao fechamento da economia, os investimentos e, conseqüentemente, as necessidades de financiamento das empresas eram limitadas e, portanto, passíveis de serem atendidas pelos lucros retidos e créditos comerciais oficiais.”

### 3 ENTRAVES AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

O mercado de capitais brasileiro tem grande potencial de desenvolvimento, mas possuem ainda empecilhos que o travam, como a posição tributária, a instabilidade da economia e das leis brasileiras, a falta de transparência das empresas, o enfraquecimento dos minoritários, o custo de abertura e manutenção de empresas SA, as restrições à movimentação de capitais e as deficiências na regulação, são alguns desses motivos.

#### 3.1 POSIÇÃO TRIBUTÁRIA

A tributação é um problema a ser enfrentado, a alta carga tributária, torna mais cara transações e reduz a liquidez do mercado, além de reduzir a eficiência do mercado de capitais. Segundo **NOBREGA** (2000, p. 29):

A tributação sobre o mercado de capitais tem como efeito básico o aumento do custo de transação e a redução da liquidez. Como a tecnologia proporciona custos cada vez menores, hoje uma das principais características do mercado de capitais é a busca por eficiência alocativa via aumento do número de transações. Os mercados secundários são os que mais se desenvolvem, permitindo maior número de participantes e maior liquidez. A tributação inadequada caminha na direção oposta a esse movimento e reduz a liquidez geral do mercado, a participação e conseqüentemente o acesso.

A criação e ampliação dos impostos, principalmente os distorcivos, foram medidas tomadas para solucionar o déficit público. De acordo com **NOBREGA** (2000, p.29) “entre as distorções provocadas direta ou indiretamente pela crise fiscal, destaca-se a deterioração do sistema tributário. Entre 1994 e 1999, as receitas da União, administradas pela Secretaria da Receita Federal, cresceram 35,12% em termos reais. Muitas vezes superior ao crescimento do PIB, esse número evidencia o aumento da carga tributária ocorrido na economia brasileira nesse período.”

A Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) deixa sua marca registrada no quesito de custos de transações. Segundo **NOBREGA** (2000, p.8) “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". NÓBREGA (2000, p. 30) complementa que o CPMF:

incentiva a fuga de capitais ao reduzir a competitividade dos administradores de recursos do país. Nos EUA e na Europa, já é possível ver fundos de investimento cobrando taxa de administração de 15 *basis points* (0,15%), o que deriva da tecnologia, da feroz competição e do elevado valor de suas carteiras. Pois bem, a CPMF é um custo de 38 *basis points*, mais do que o dobro dessa remuneração.

Contudo, segundo FORTUNA (2005, p. 611), em 12/06/2002, a emenda constitucional 37, autorizou a não incidência da CPMF sobre as operações em bolsa de valores, ao criar o artigo 85 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, para estabelecer que a CPMF não incide sobre os lançamentos em contas correntes de depósitos relativos a operações de compra e venda de ações, quando realizadas em recintos ou sistemas de negociação de bolsas de valores e no mercado de balcão organizado e em contratos referenciados em ações ou índice de ações, em suas diversas modalidades negociados em bolsas de valores, de mercadorias e de futuros. E em contas de investidores estrangeiros relativos à entrada no País e a remessa para o exterior de recursos financeiros empregados, exclusivamente, nas operações e nos contratos.

Segundo FORTUNA (2005, p. 611) "isenção da CPMF não foi estendida às subscrições de ações, à aquisição de cotas de ações e de clubes de investimento em ações"

FRAGELLI e KOYAMA (2004, p 3), em estudo do Banco Central sobre juros na economia brasileira, resumem o efeito dos impostos no mercado financeiro e de capitais e as distorções que cria no processo de investimento:

Do ponto de vista econômico, a incidência de impostos sobre as operações de captação de recursos e concessão de empréstimos constitui uma distorção introduzida pelo governo sobre a livre formação de um preço, a taxa de juros. Por representar um ônus para o tomador, mas não um bônus para o poupador, a tributação desestimula tanto o investimento quanto a poupança. Trata-se, portanto, de um entrave à boa alocação inter-temporal de recursos na economia, com conseqüências de longo prazo sobre crescimento econômico.

### 3.2 A INSTABILIDADE DA ECONOMIA E DAS LEIS BRASILEIRAS

O subdesenvolvimento econômico brasileiro, ou melhor, a trajetória histórica do desenvolvimento da economia doméstica deve ser apreendida sob duas perspectivas: a primeira, de cunho mais estrutural, analisando as especificidades da formação do capitalismo no espaço brasileiro e suas relações com o padrão de legitimação do poder herdado do império colonial português, “no contexto geopolítico da competição interestatal e da expansão colonial européia, e do contexto geoeconômico da sua expansão capitalista. Neste ponto articulam-se forças tanto internas e externas que influenciaram os destinos da formação econômica brasileira e seu respectivo desenvolvimento. Em segundo plano, de que maneira a economia brasileira enfrentou as crises de restrição externa do balanço de pagamentos, diante de fatores exógenos que são resultados da evolução do capitalismo mundial e definição da hierarquia de poder econômico e político internacionais” (FIORI, 2001, p 269).

NORTH (1993) identifica três determinantes fundamentais do crescimento econômico: determinantes econômicos básicos, estrutura institucional e herança cultural de uma sociedade. Segundo o autor, diferentes crenças culturais ensejam o surgimento de estruturas institucionais distintas. Por sua vez, as crenças culturais se originam na religião, determinada por fatores demográficos.

De acordo com NORTH (1993, p.159), a existência das instituições está ligada a um ambiente econômico no qual estão presentes indivíduos limitados cognitivamente.

Num mundo de racionalidade instrumental as instituições são desnecessárias; idéias, ideologias, mitos, dogmas não importam; e os mercados eficientes, tanto políticos quanto econômicos caracterizam as sociedades. Mas no mundo real os atores possuem informação incompleta e capacidade computacional limitada para processar tal informação. Em consequência eles desenvolvem regras habituais e normas para estruturar a troca (NORTH, 1993, p 159).

Deste modo, para NORTH (1993, p.160) as instituições compõem o sistema econômico como um importante complemento cognitivo, redutor da incerteza característica de um mundo no qual os indivíduos são dotados de uma racionalidade

limitada, as interações não são repetidas, a informação acerca dos demais jogadores não é completa e é grande o número de jogadores.

Debater desenvolvimento econômico no Brasil nunca foi uma tarefa simples. Segundo NORTH (1993), houve um avanço em considerar que o desenvolvimento de países está relacionado ao grau de capacidade institucional das sociedades em articular projetos e interesses comuns. Há, portanto, no próprio *mainstream economics* um considerável espaço para a Economia Institucional. Segundo NORTH (2005), as instituições públicas e privadas e seus funcionamentos são elementos centrais para o desempenho econômico dos países. As transformações econômicas são decorrências de um conjunto de crenças, valores e conhecimentos acumulados nas instituições. Observa-se que numerosas instituições têm sido construídas ao longo do século XX, transformando incertezas em risco calculado para os agentes econômicos.

Os direitos de propriedade são definidos por instituições (formais e informais). Direitos de propriedade são importantes, pois determinam o uso de recursos (ALSTON e MUELLER 2003, p. 15). Direitos de propriedade são direitos que proprietários de recursos possuem sobre esse recurso, como o direito de venda do recurso, como o de aluguel, o de uso exclusivo, o de transferência e o de herança.

Entretanto, o papel de defender direitos de propriedade seguros pode ser muito custoso e eles podem não ser plenamente seguros. Quando isso ocorre, os agentes econômicos não possuem direitos exclusivos no uso de recursos. Pela não-exclusividade e o *free-rider*, não há incentivos para o investimento privado nesses recursos. Por outro lado, quando há direitos de propriedade seguros, há incentivos para melhorar o valor dos recursos, pelo investimento, por exemplo (ALSTON e MUELLER, 2003, p. 17).

Juntamente com a tecnologia e instituições informais, os direitos de propriedade determinam os custos de transação e custos de transformação.

É necessária a estabilidade econômica e as regras que regulam o mercado, para bom funcionamento do mercado de capitais.

Porém a estabilidade depende, também, de fatores externos. Segundo SILVA (2005, p. 29) “nos últimos dez anos, o sistema financeiro internacional foi palco de grande instabilidade. Quase anualmente, uma crise financeira iniciada em algum

país específico propagou-se com rapidez pelos mercados de todo o mundo, causando maciços deslocamentos de capitais e realinhamento de preços de ativos financeiros.”

Assim como ocorreu em dezembro de 1994, alguns meses após a criação do Real no Brasil, houve a desvalorização do peso mexicano, o que surtiu efeitos sobre os mercados financeiros latino-americanos em todo o ano de 1995. Em julho de 1997, a desvalorização cambial na Tailândia deu início à crise asiática, que culminou com dramáticas desvalorizações dos mercados acionários no término de outubro. Em agosto de 1998, a moratória russa gerou uma crise de liquidez para todos os mercados emergentes, em todos os continentes. (SILVA, 2005, p. 29).

Em 2001 e 2002, o valor de mercado das companhias brasileiras caiu 46% devido a fatores internos e externos. O principal fator externo foi a queda contínua das bolsas americanas. Esse período foi também marcado pela onda de escândalos contábeis e corporativos nos EUA. O envolvimento de grandes corporações, banqueiros de investimento, corretores, analistas de mercado e auditores independentes nas dezenas de abusos abalou profundamente a confiança do público investidor na mercado de capitais. Já no Brasil, 2001, o que houve foi a conclusão da Lei das Sociedades por Ações e o início de uma extensa revisão regulatória destinada a complementar a reforma legal e contemplou a onda de escândalos do mercado externo (SILVA, 2005, p. 31).

De acordo com SILVA (2005, p. 31) “em 2002, a crise foi interna e esteve associada à incerteza quanto ao resultado da eleição presidencial no Brasil e quanto à continuidade da política econômica. De maio a dezembro daquele ano, a moeda nacional desvalorizou-se 50% frente ao dólar. Isso provocou um salto da inflação no último trimestre, que foi combatido com um aumento da taxa básica de juros pelo Banco Central do Brasil”.

Outro fator externo negativo sobre o mercado de capitais brasileiro no biênio 2001-2002, foi a crise financeira da Argentina que, devido a proximidade geográfica e a integração comercial, afetou a avaliação dos ativos brasileiros e das companhias abertas nacionais (SILVA, 2005, p. 31).

As mudanças das regras do jogo podem ser observadas com as variações das Leis e das instituições responsáveis. Primeiramente as funções normativas e



fiscalizadoras dos mercados de capitais e do sistema de distribuição de títulos eram segundo a Lei 4.728/65 (1965), de responsabilidade do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central do Brasil. Após passou a ser, em 1976, editadas as Leis 6.385 (“Lei do Mercado de Capitais”) e 6.404 (“Lei das Sociedades por Ações”), que, respectivamente, criou a CVM, como órgão especializado na regulação, fiscalização e punição do mercado de capitais, em substituição ao Banco Central, e disciplinou as sociedades por ações. Nessa nova estrutura legal, vigente até os dias de hoje, manteve-se o CMN, que conserva a função de órgão superior e coordenador geral do sistema financeiro (SILVA, 2005, p. 21).

### 3.3 A FALTA DE TRANSPARÊNCIA

Uma das premissas básicas para o desenvolvimento do mercado é a transparência: o conhecimento por todos das regras e condições do mercado.

Segundo FRAGELLI e KOYAMA (2002, p. 10) “Os consumidores, os produtores e os detentores de recursos devem ter amplo conhecimento se um mercado é perfeitamente competitivo. Se os consumidores não estão plenamente conscientes dos preços, eles podem comprar a preços altos quando outros menores estão disponíveis”.

No caso dos mercados de capitais, esse requisito torna-se ainda mais importante, dado o prazo longo e a imaterialidade dos títulos envolvidos nas negociações.

O requisito da transparência muitas vezes não é plenamente atendido no mercado de capitais brasileiro. Enquanto houve inflação elevada, era praticamente impossível obter-se dados confiáveis e transparentes sobre as empresas. Os balanços refletiam pouco o resultado da empresa e seu entendimento dependia de uma análise complexa, envolvendo deflações e comparações com critérios muitas vezes variáveis. Com o Plano Real, essa instabilidade foi superada, proporcionando condições de funcionamento do mercado em todos os segmentos (BOVESPA, 2005).

Transparência significa também conhecimento das condições futuras do mercado. Isto requer estabilidade das regras que regulam o mercado. Elas não

podem estar sujeitas à mudanças impostas pela política econômica no curto prazo ou subordinada a influências de natureza meramente políticas ou pessoais.

Segundo BARROS (2000, p. 23), “o *status* de companhia aberta exige que empresas forneçam informações cuja confidencialidade pode ser importante para a competitividade da empresa. Este padrão de informações também expõe as empresas a uma maior vigilância por parte das autoridades fiscais, reduzindo o espaço para a evasão fiscal.”

Um exemplo de redução da transparência do mercado de capitais é dado pelas alterações na Lei das Sociedades Anônimas efetuadas em 1997. Foram as mais significativas desde a lei 6.404 de dezembro de 1976. Um dos principais objetivos dessa nova estrutura da Lei foi facilitar as privatizações. Uma das formas de se alcançar esses objetivos foi dar grande poder de decisão aos controladores da empresa, em detrimento dos sócios minoritários (NOBREGA, 2000, p. 33).

#### 3.4 O ENFRAQUECIMENTO DOS MINORITÁRIOS

Os investidores minoritários são muito importantes, porém, no Brasil, há certo descuido quanto a isso. Os minoritários possuem desvantagens comparadas aos acionistas majoritários, isso devido a uma herança política a qual era voltada para grandes investidores que, através de privatizações, promoveriam a economia brasileira. Como se observa em NOBREGA (2000, p. 34):

Note-se que na conjuntura existente quando da elaboração da nova lei, a redução do poder dos minoritários encontrava algumas justificativas. O maior potencial de atração de recursos externos e de modernização da economia brasileira naquele momento dependia, para sua realização, da velocidade e da eficiência com que o programa de privatizações pudesse ser implementado. Assim, algumas distorções, tais como o enfraquecimento dos minoritários, eram admissíveis. Dado que o programa de privatização continua em andamento, a nova estrutura permanece adequada, mas seus efeitos nocivos podem ter se tomado predominantes.

Outro fato notável é que os investidores minoritários acabam sendo prejudicados pelas instabilidades da economia e pela falta de informações que são de domínio dos acionistas majoritários. Segundo NOBREGA (2000, p. 33) :

Os acionistas minoritários tiveram aumentado o risco de suas operações em bolsa no país. O valor de seu investimento passou a depender não apenas da performance da empresa e do

mercado em que opera – que podem ser objetivamente avaliados – mas também de decisões do sócio controlador que, apesar de corretas do ponto de vista legal, podem obedecer a critérios totalmente arbitrários e independentes da situação da empresa. Muitas vezes, esse poder conhecido ao controlador resulta em abusos potencialmente causadores de graves prejuízos aos minoritários<sup>3</sup>.

Isso não ocorre em países desenvolvidos, pois segundo NOBREGA (2000, p. 34) “em mercados avançados, o respeito aos minoritários, de modo que seu risco não seja substancialmente distinto dos demais acionistas da empresa, é uma característica fundamental, pois esses investidores representam a maioria dos capitais no mercado.”

De acordo com BARROS (2000, p. 10):

Uma série de trabalhos mostra que países que oferecem maior proteção aos minoritários apresentam 1) mercados acionários relativamente maiores; 2) menor grau de concentração da propriedade das empresas abertas; 3) maior número de companhias abertas (normalizado pelo tamanho da população); 4) maior número de IPOs normalizado pelo tamanho da população; 5) as empresas captam mais recursos através do mercado acionário; e 6) a avaliação de mercado das empresas, medida através da relação entre valor patrimonial e valor de mercado, é comparativamente maior.

Assim como afirma PEROBELLI (2004, p.12) “as pessoas físicas têm ganho crescente representatividade e importância na BOVESPA. Uma parte relevante dos nossos esforços tem sido direcionada para difundir o investimento em ações para esse segmento, uma vez que um mercado acionário realmente forte só se constrói a partir da participação de toda a sociedade.”

Contudo, segundo SILVEIRA (2004, p. 20) com as da Lei das sociedades por Ações em 2001, e a do Código Civil em 2003. E a Nova Lei das SAs promovem maior proteção aos acionistas minoritários que detém ações ordinárias e preferenciais. A lei assegurou aos minoritários com ações ordinárias o direito de venda pelo preço equivalente a, no mínimo, 80% do valor pago ao grupo majoritário no caso de venda do controle da companhia. Segundo a lei, o fechamento de capital passou a só poder ocorrer mediante pagamento de preço justo pela totalidade das ações em circulação, com possibilidade de pedido de reavaliação do valor por grupo

---

<sup>3</sup> Existem inúmeros exemplos desses abusos. Em um deles, em dezembro de 1998, as Lojas Renner teve seu controle vendido pela família para a multinacional JC Penney, que imediatamente fez uma oferta pública para a parte do capital minoritário ao preço médio de R\$ 26,00. Atendendo às reivindicações dos minoritários, que incluíam um fundo mútuo de investimentos, a CVM obrigou a retirada da oferta. A segunda oferta foi de R\$ 26,00, mas os minoritários conseguiram montar uma posição de força nos Conselhos da empresa, resultando na venda do bloco de ações detidos pelo fundo ao preço de R\$ 39,00, 70% a mais do que a oferta inicial.

dos acionistas. Além disso, nas novas companhias abertas, o número de ações preferenciais não pode ultrapassar 50% do total dos papéis emitidos; acionistas que representarem ao menos 10% do capital total ou 5% do capital votante podem convocar assembleia-geral para deliberar sobre conflito de interesses; e disputas entre companhia e acionistas ou entre controlador e minoritários poderão ser solucionadas por meio da arbitragem de órgão especificado em estatuto. As ações preferenciais passaram a ter vantagens efetivas na distribuição de dividendos e na oferta pública de alienação de controle da companhia.

Apesar do aprimoramento, a Lei das S.A. ainda apresenta distorções, entre as quais: (i) não há equidade (uma ação, um voto) com a preservação de ações preferenciais, que mesmo em menor grau, ainda são sujeitas às vontades dos detentores do bloco de controle; (ii) garantia de “*tag-along*” (instrumento que promove a extensão do prêmio de controle aos acionistas minoritários) para os acionistas com ações ordinárias não participantes do bloco controlador no valor de 80% do preço auferido pelos majoritários; e (iii) dúvidas quanto à efetiva utilização da Câmara de Arbitragem para fortalecimento do mercado de capitais – como não há um histórico de atuação dessa instituição, pode haver mais insegurança do que estabilidade quanto ao uso de tal mecanismo; e (iv) forma de emissão oferece obstáculo para abertura de capital no Brasil – ao emitir ações pelo sistema de fixação do preço de emissão e de alocação discriminatória, as empresas brasileiras recebem valor menor do que se houvesse leilão de ações (SILVEIRA, 2004, p. 23).

### 3.5 CUSTOS ASSOCIADOS À ABERTURA E MANUTENÇÃO DE EMPRESAS S/A

Os custos relacionados a uma empresa de capital aberto, desestimulam a abertura. São custos esses ligados tanto ao processo da abertura em si, quanto à manutenção, como *underpricing*, comissão do *underwriting*, taxas de registro junto a CVM e bolsa de valores, despesas regulares com auditores, publicações contábeis, etc.

De acordo com PEROBELLI (2004, p. 11)

Os gastos com o processo de abertura de capital variam muito de empresa para empresa. Normalmente, envolvem despesas com a contratação de auditoria externa, preparação da

documentação, publicações legais, confecção do prospecto, comissão do intermediário financeiro e processo de *marketing* da distribuição, além do tempo do pessoal interno envolvido na operação.” Porém complementa que “Conseqüentemente, o montante de despesas vai depender da complexidade da empresa e do seu grau atual de organização. Por exemplo, a companhia pode ter um gasto adicional muito menor que outras, caso a documentação e as informações a serem prestadas já estejam organizadas e adaptadas, ou caso disponha de um departamento jurídico próprio capacitado.

Em NOBREGA (2000, p. 41) “uma melhoria na organização e na disponibilização de informações para o mercado impõe em aumentos efetivos de custos, que se somam aos demais encargos diretos de abertura de capital da empresa. Isto se verifica em empresas que ainda conduzem algumas de suas operações em um ambiente informal e pouco estruturado, incompatível com uma empresa de capital aberto.”

### 3.6 RESTRIÇÃO À MOVIMENTAÇÃO DE CAPITAIS

A existência de restrições à livre movimentação de capitais sem dúvida é um obstáculo para sua atração. Por outro lado, normalmente é inefetiva para evitar as fugas. Como observa FISCHER, ORTIZ e PALASVIRTA (2005, p 28)

Os investidores em países menos desenvolvidos preferem investir em seus próprios mercados, mas são desincentivados em função do risco político que é inerente a essas economias. Assim, esses investidores procurarão se garantir contra esses riscos diversificando seus investimentos em títulos não domésticos. Investidores dessas economias com riqueza relativamente elevada irão descobrir formas de exportar capital... Os investidores domésticos com menor nível de riqueza irão fugir do risco político adquirindo moeda estrangeira no mercado paralelo.

Em face a esse comportamento, a restrição à movimentação de capitais assemelha-se à tentativa de controlar os sintomas e não a combater a causa. A solução adequada contra fuga de capitais é proporcionar ao mercado brasileiro condições de competir. Restringir o fluxo de capitais irá apenas reduzir a dimensão desse mercado, impedir a entrada de recursos externos e, em última instância, criar mais um estímulo a que capitais nacionais busquem outros mercados mais atraentes (BOVESPA, 2005).

### 3.7 AS DEFICIÊNCIAS NA REGULAMENTAÇÃO

O principal órgão regulador do mercado, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), fiscaliza os participantes desse mercado, tanto as empresas receptoras, quanto os investidores, é ainda frágil. Fica no Rio de Janeiro, distante dos principais órgãos do governo em Brasília, e muitas vezes acaba tendo uma influência e poder reivindicatório inferiores ao que deveria ter pela importância de suas atribuições.

Segundo CVM (2006, p. 12):

A CVM supervisiona um mercado complexo, dinâmico, volumoso e em expansão. Com jurisdição sobre todo o ciclo do mercado de capitais brasileiro, ela supervisiona e fiscaliza o registro das sociedades anônimas de capital aberto e demais emissores; as informações que prestam ao público; as emissões de valores mobiliários, as negociações de ações, debêntures, cotas de fundo e derivativos; e a atuação de corretoras, distribuidoras, analistas de ações, entre outros.

Porém, essa distância dos centros de poder não constitui o principal problema. A CVM segue as regras da administração quanto a sua estrutura de pessoal. Isso significa rigidez e, principalmente, salários baixos quando comparados aos do mercado financeiro. Com isso, a instituição tende a perder quadros de sua equipe técnica e tem dificuldades para substituí-los de forma adequada. Esse problema já afeta outros setores da administração pública, mas torna-se gravíssimo em um setor que compete dentro do mercado financeiro, com suas características de agilidade e remuneração elevada.

## 4 ALTERNATIVA PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: O NOVO MERCADO E OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Para gerar desenvolvimento ao mercado de capitais se enquadram os Programas Novo Mercado e Níveis diferenciados de governança Corporativa, implantados em dezembro de 2000 pela Bovespa.

### 4.1 O NOVO MERCADO

O novo mercado é um segmento de listagem de títulos da Bovespa destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de boas práticas de governança corporativa, em relação ao que é exigido pela legislação (FORTUNA, 2005, p. 606).

Segundo FORTUNA (2005, p. 607), a motivação para o desenvolvimento deste novo mercado no Brasil teve como bases incentivadoras:

A necessidade de crescimento e maior competitividade do mercado capitais brasileiro, a partir da maior liberalização dos investimentos em fundos de investimento tanto nos países desenvolvidos como nos países emergentes; o consenso já internacionalmente reconhecido, por parte das empresas e dos investidores de que a valorização da liquidez das ações em mercado são positivamente influenciadas pela consistência e grau de segurança dos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas ao mercado e seus acionistas;- os termos das Resoluções do Conselho Monetário Nacional, que estabelecem a ampliação das aplicações dos investidores institucionais em ações de empresas que cumpram as normas e regras das boas práticas de governança corporativa; e a ampliação do debate internacional sobre governança corporativa, envolvendo as organizações multilaterais como a *International Finance Corporation* e a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico, quanto à preocupação em termos de transparência e segurança das aplicações dos investidores no mercado de ações.

### 4.2 GOVERNANÇA COPORATIVA

A governança corporativa é um conjunto de mecanismos e de procedimentos, que têm como objetivos principais garantir os direitos dos acionistas diante dos possíveis abusos dos gestores e também proteger os acionistas minoritários frente aos interesses individuais dos majoritários. Isto é, a governança corporativa pode ser considerada como uma série de medidas a serem tomadas que dizem respeito, principalmente a transparência, ética, responsabilidade pelos resultados, prestação de contas e direitos iguais entre acionistas. A implementação destas práticas, se

realizadas por todas as companhias, permitem uma redução da assimetria de informação, o que possibilita maior facilidade de comparação de balanços e resultados das empresas feitos pelos investidores. Segundo VIEIRA e MENDES (2004, p. 104):

A prática de boa governança nas instituições aparece como um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência a todos os agentes envolvidos com a empresa, minimizar a assimetria de informação existente entre administradores e proprietários e fazer com que os acionistas que não pertencem ao bloco de controle possam reduzir suas perdas no caso de uma eventual venda da companhia.

É importante enfatizar que o sistema de governança presente em um determinado país depende de outros fatores que o complementam, como por exemplo, a cultura do país, a legislação, o sistema regulatório existente, a organização interna de trabalho das firmas e as instituições de mercado. Segundo LA PORTA et al. (2002, p. 39), as leis de proteção existentes em um dado país dificultam o processo de expropriação por parte dos gestores. Os autores consideram que tão importante quanto o conteúdo dessas leis é a capacidade e a qualidade de sua aplicação. A qualidade de aplicação das leis é maior em países com economia desenvolvida, diferentemente da existência das leis, que não estão relacionadas com o nível de desenvolvimentos econômico.

Para SHLEIFER e VISHNY (1997, p. 57), a maior falha dos sistemas de governança corporativa está relacionada com a falta de proteção dos investidores. Os autores afirmam também que o bom sistema de governança corporativa ocorre pela combinação de grandes e pequenos investidores e com a proteção legal de ambos. Além disso, países onde existe maior proteção dos direitos dos acionistas conseguem encorajar investimentos e, como consequência, contribui para o desenvolvimento dos mercados, diferenciando-os daqueles em que a proteção é fraca.

A governança corporativa surge na tentativa de solucionar os conflitos entre gestores e proprietários e entre acionistas majoritários e minoritários, e como estes conflitos são os principais responsáveis pelo afastamento dos investidores do mercado, é importante conhecer como os investidores analisam e avaliam as práticas de governança das companhias. Pesquisa realizada pela McKinsey em 2002 constatou a importância dada pelos investidores a estas práticas. Segundo



esta pesquisa os investidores estão dispostos a pagar um prêmio por ações de companhias que adotam boas práticas de governança. Este prêmio diferencia-se entre os países atingindo cerca de 41% para países como o Marrocos. Para os autores da pesquisa, os altos prêmios pagos por ações de empresas com boa governança refletem a necessidade de *disclosure* (descoberta) de informações e de garantia e aplicação dos direitos dos acionistas.

O grande desafio encontrado é estabelecer quais são as necessidades de cada país e de cada empresa, analisando as opiniões tanto de investidores internos, como também de investidores estrangeiros, para só então reformular e melhorar a estrutura de governança existente.

#### 4.2.1 Governança Corporativa no Brasil

O mercado brasileiro é caracterizado pelo financiamento de curto prazo, sendo deficiente na habilidade de captar recursos de longo prazo. Para TEIXEIRA (2005, p 28), a preferência dos investidores brasileiros pelo curto prazo está relacionada com a baixa previsibilidade da economia após décadas de grande volatilidade e incertezas, inibindo assim o desenvolvimento do mercado de capitais.

A estrutura de governança corporativa presente no Brasil se desenvolveu principalmente na década de 90, tendo como objetivo principal solucionar o conflito que ocorre entre acionistas majoritários e minoritários. Segundo pesquisa de MCKINSEY e KORNFERRY (2001, p. 43) o Brasil apresentou um perfil da governança corporativa no país com modelo determinado pelas empresas que se tornaram bem sucedidas. As principais características deste modelo segundo a pesquisa são: “forte concentração de propriedade em poucos acionistas majoritários; sobreposição entre propriedade e liderança executiva; acionistas minoritários pouco ativos; estruturas e procedimentos de governança geralmente informais; presença de profissionais não capacitados”.

As características mencionadas acima estão presentes em grande parte das companhias brasileiras, mas MCKINSEY e KORNFERRY (2001, p. 44) apontam para uma mudança em direção a um modelo emergente, caracterizado principalmente pela profissionalização das práticas de governança corporativa.

A necessidade das empresas de captar recursos a baixo custo é que tem motivado as companhias a abrirem seu capital. No entanto, a simples abertura de capital não garante que as empresas obterão sucesso ao ofertar suas ações, pois os investidores estão cada vez mais exigentes no que diz respeito à proteção e garantia de seus direitos.

No Brasil, as principais iniciativas governamentais e institucionais para promover o mercado de capitais, com base na boa governança corporativa, são realizadas por incentivos oferecidos pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), pela nova lei das SAs, pelo BNDES, pelas práticas sugeridas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelos incentivos criados pela BOVESPA.

#### 4.2.2.1 Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

Com o início do desenvolvimento das idéias de Governança Corporativa no Brasil, em 1999 a entidade passou a se denominar Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), lançando no mesmo ano o primeiro código de melhores práticas de governança, e também anunciando suas novas diretrizes. Conforme ANDRADE e ROSSETTI (2004, p. 306) colocam:

Ser referência nacional em governança corporativa, atuando como centro de difusão dos melhores conceitos e práticas nesta área; Formar profissionais qualificados para atuação em conselhos de administração e em outros órgãos de governança das empresas; Estimular e promover a capacitação profissional de acionistas, sócio quotistas, diretores executivos, auditores e membros de conselhos de família, consultivo e fiscal, preparando-os para atuação segundo as práticas da boa governança; Promover o treinamento dos órgãos de governança das empresas, buscando excelência nessa área; Promover pesquisas sobre governança corporativa; Contribuir para que as empresas adotem os valores da boa governança transparência, equidade, accountability (prestação de contas) e responsabilidade corporativa como diretrizes fundamentais de sucesso e perpetuação.

No início com apenas 51 associados, passando para 276 em 2001, e chegando a 597 pessoas em 2004, o IBGC é reconhecido internacionalmente como entidade representativa da Governança Corporativa no Brasil e acompanha diversas organizações estrangeiras afins, como por exemplo nos Estados Unidos, a National Association of Corporate Directors e a Harvard Business School, entre outros. Seu código de melhores práticas, baseado em experiências internacionais e adaptado ao

cenário brasileiro, passou por uma revisão em 2001, onde se focou num modelo indicativo para as empresas buscarem melhorar seu desempenho e facilitar o acesso aos investimentos. Além disso, essa revisão aborda temas como a propriedade, gestão, auditoria independente, conselho fiscal, ética e conflitos de interesse (ANDRADE e ROSSETTI, 2004, p. 308).

No código do IBGC, merece destaque a abrangência dos direitos aos acionistas, propondo procedimentos que vão além dos assegurados pela Nova Lei de Sociedades Anônimas, e também o processo de governança, onde é sugerido que o conselho e os conselheiros de administração sejam avaliados formalmente.

#### 4.2.2.2 BNDES

SILVEIRA (2004, p. 60) nomeou essas alterações ocorridas e mais a criação do IBGC e da CVM como Iniciativas de Adequação, que segundo ele, visam definir melhores práticas de governança a serem seguidas pelas empresas. Também enfatizou as Iniciativas de Financiamento, que visam garantir privilégios de acesso ao capital de longo prazo para empresas com melhores práticas de governança.

Essas últimas seriam a inserção de normas e diretrizes nas linhas de crédito do BNDES, discussão do projeto de lei do FGTS, que prevê o direcionamento de 1% do FGTS para a compra de ações ordinárias de empresas listadas no Novo Mercado, ou para compra de papéis preferenciais resgatáveis de companhias do Nível 2 da Bovespa, entre outras iniciativas.

SILVEIRA (2004, p. 61) ainda coloca que todas essas iniciativas governamentais e institucionais beneficiam os investidores, pois esses ficam mais seguros de que o retorno dos seus investimentos acontecerá na mesma proporção dos controladores, aumentando a disposição em pagar mais pelas ações e diminuindo o custo de capital das empresas. Logo o mercado de capitais será cada vez mais uma alternativa de capitalização.

#### 4.2.2.3 As práticas sugeridas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

ANDRADE e ROSSETTI (2004, p 292), sintetizam as práticas recomendadas na cartilha da CVM quadro abaixo:

**QUADRO 1: RECOMENDAÇÕES DA CVM SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA: ASSEMBLÉIAS, ESTRUTURA ACIONÁRIA E PROTEÇÃO A MINORITÁRIOS**

ASSEMBLÉIAS	Facilitar o acesso dos acionistas. Descrever com precisão os temas que serão tratados. Incluir matérias sugeridas pelos minoritários.
ESTRUTURA ACIONÁRIA	Tornar acessíveis os termos de acordos de acionistas. Dar publicidade à relação entre os acionistas e as respectivas quantidades de ações. Definir com clareza as exigências para o voto e representações.
DECISÕES RELEVANTES	Deliberação pela maioria do capital social. Cada ação um voto, independentemente de classe ou espécie. Temas relevantes: Avaliação de ativos incorporáveis. Alteração do objeto social. Fusão, cisão, incorporação. Transações com partes interessadas.
TAG ALONG	Alienação de controle: oferta pública de aquisição de ações pelo mesmo preço, independentemente de classe ou espécie. Tratamento igual a todos os acionistas
PROTEÇÃO A MINORITÁRIOS PROTEÇÃO	Direito a voto para ações preferenciais no não pagamento de dividendos. Divergências entre controladores e minoritários solucionadas por arbitragem. Proporção de ações ordinárias e Preferenciais: limite de 50%. Transações entre partes interessadas: alinhadas aos interesses de todos os acionistas.

FONTE: ANDRADE e ROSSETTI (2004, p. 292)

#### 4.2.2.4 A Nova Lei das SA s

As duas reformas de maior impacto foram as da Lei das Sociedades por Ações em 2001, e a do Código Civil em 2003. Com vigência a partir de março de 2002, a Nova Lei das SAs promove maior proteção aos acionistas minoritários que detêm ações ordinárias e preferenciais. Os principais pontos em destaque segundo ANDRADE e ROSSETTI (2004, p. 285), são

No caso de cancelamento do registro de companhia aberta, elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, ou em caso de fusão ou aquisição, haverá a obrigatoriedade da oferta pública das ações pelo valor econômico aos acionistas minoritários que detêm ações ordinárias; O adquirente do controle de companhia aberta terá que realizar oferta pública de ações ordinárias aos demais acionistas, se houver alienação direta ou indireta de controle, assegurando aos minoritários preço equivalente a no mínimo 80% do valor pago pelas ações do bloco de controle; Se os acionistas detentores de ações preferenciais representarem no mínimo 10% do capital social da companhia, terão o direito de eleger um membro para o conselho de administração;

Redução do limite de emissão de ações preferenciais, passando de 67% para 50% do total de ações emitidas, para sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei; O estatuto social poderá prever a arbitragem como mecanismo para solução de divergências entre acionistas e a companhia, ou entre os controladores e minoritários, para assim resolver de forma mais rápida os conflitos.

O Novo Código Civil de 2002 trouxe importantes alterações na abrangência de algumas normas da governança. As sociedades de responsabilidade limitada, que até então eram regidas pelo Código Comercial de 1919, passaram a ser regidas por esse novo código, e isso aproximou a um conjunto de aspectos que antes eram somente das sociedades por ações. Sintetizamos os principais dispositivos do novo código, citados por ANDRADE e ROSSETTI (2004, p. 290)

Obrigações de realização de assembléia anual dos cotistas, quando estes forem em número maior de dez, para deliberação sobre alterações no contrato social, fusões, aquisições, dissolução ou designação de novos gestores; Para realização de assembléia, faz-se necessário a presença de  $\frac{3}{4}$  do capital social de cotistas detentores; Responsabilidade ampliada aos administradores e majoritários, podendo estes responder com seus bens em caso de não-cumprimento de obrigações pela sociedade, causando maior proteção aos minoritários; O sócio minoritário poderá ser excluído da sociedade, caso haja situação de risco de continuidade do negócio, e desde que esteja previsto no contrato social; Poderá ser formalizado um acordo de cotistas, semelhante ao de acionistas nas sociedades por ações.

#### 4.2.3 Os Níveis de governança corporativa

A BOVESPA buscando fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais criou o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa- NDGC (FORTUNA, 2005, p. 607). Como sendo uma empresa de Nível 1, Nível 2 ou nível máximo do Novo Mercado que são definidas de acordo com relatório da BOVESPA (2001)

As Companhias Nível 1 se comprometem com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. As principais práticas exigidas para inserção no Nível 1 são

Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações (*free float*), representando 25% do capital; realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial; cumprimento de regras de transparência em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa; divulgação de acordos de acionistas e programas de opções de ações (*stock options*); disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

As Companhias Nível 2 se comprometem, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a adotar um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários, entre os quais:

Mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração; disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP; extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*); direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo; obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível; adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

O Novo Mercado exige que as empresas, além de se comprometerem com a adoção de todas as exigências do Nível 2, decidam emitir apenas ações ordinárias, acabando com o papel das ações preferenciais. O público alvo são as empresas interessadas em abrir o capital. Companhias abertas com ações preferenciais também podem entrar no Novo Mercado, desde que transformem todas as ações em ordinárias (FORTUNA, 2005, p. 608).

#### 4.3 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DA IMPLANTAÇÃO DO NOVO MERCADO E DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Dezenove empresas aderiram, em junho de 2001, ao Nível 1 de governança corporativa da Bovespa. Estas empresas foram agrupadas em um novo índice, denominado Índice de Governança Corporativa (IGC), que obteve um resultado melhor que o índice Ibovespa entre 25 de junho e 18 de dezembro de 2001. Neste período, enquanto o índice Ibovespa teve queda de 10,9%, o IGC teve queda de 1,6%, segundo relatório da Bovespa de 2001.

Até o final de 2001, nenhuma empresa havia ingressado no Nível 2 ou no Novo Mercado da Bovespa. Existem motivos circunstanciais e estruturais para a falta de engajamento inicial das empresas no Nível 2 e no Novo Mercado da Bovespa. Pelo lado circunstancial, 2001 foi um ano caracterizado por diversas crises internas e externas, como a crise da energia elétrica, a deterioração da situação econômica na Argentina, a recessão mundial e o aumento da instabilidade internacional a partir

dos ataques terroristas aos Estados Unidos. Estas crises ocasionaram uma queda generalizada das bolsas de valores, desvalorizando os papéis e inibindo a captação de recursos. Pelo lado estrutural, o risco país e a ausência de mecanismos legais de defesa dos minoritários faz com que o mercado de ações brasileiro seja caracterizado por uma distorção entre o preço das ações e o valor intrínseco das companhias, decorrente das altas taxas de desconto aplicadas. Esta sub-avaliação generalizada distancia cada vez mais empresas e mercado, desencorajando companhias fechadas a abrir o capital e companhias abertas a utilizarem com mais frequência o mercado de ações. Forma-se então um círculo vicioso, no qual os investidores exigem grandes descontos para adquirirem ações de empresas pouco transparentes e com risco potencial de destruir valor ao longo do tempo, aplicando altas taxas de desconto a todas as empresas e causando um desestímulo nas companhias para utilização do mercado de capitais. Por fim, a falta de perspectiva na utilização do mercado de capitais como real alternativa para a capitalização da companhia desencoraja a busca das empresas pela adoção de melhores práticas de governança corporativa (SILVEIRA, 2004, p. 56).

O estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC), em março de 2001, para definição dos limites de aplicação dos fundos de pensão, com base na adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, é outro importante mecanismo de estímulo para adoção de melhores práticas de governança por parte das empresas. Segundo a resolução no 2.829/01 da SPC, o percentual máximo de investimento em ações de empresas listadas no Novo Mercado da Bovespa é de 60% das reservas dos fundos com contribuição definida e de 45% para os demais planos. Já para empresas do Nível 2 da Bovespa, o limite de aplicação é de até 59% para os fundos com contribuição definida, e de até 40% para os demais. Se a empresa for listada no Nível 1, os fundos com contribuição definida poderão aplicar até 45% das reservas e os demais, até 35%. Caso não esteja enquadrada em nenhum destes níveis de governança, os limites para aplicação serão apenas de 35% dos recursos para os fundos com contribuição definida e de 25% para os demais (SILVEIRA, 2004, p. 57).

Esta medida é um estímulo adicional para a entrada das empresas nos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, haja vista o forte crescimento

dos ativos dos fundos de pensão no país (cerca de 150% entre 1995 e 2001) e a necessidade de participação cada vez maior destes fundos no mercado bursátil, devido à tendência de queda das taxas reais de juros da economia no longo prazo. Segundo SAVOIA (2001, p. 2), em abril de 2001 havia 359 fundos de pensão no país, com patrimônio total de R\$ 140 bilhões. Deste patrimônio, 58% estavam investidos em fundos de renda fixa, 29% em fundos de renda variável, 7% em imóveis e 6% em outras aplicações.

SILVEIRA (2004, p. 58) “em 2002, as crises provocadas pela preocupação dos investidores com as eleições presidenciais, provocaram a queda do índices da Bovespa, desestimulando o investimento no mercado de capitais e consequentemente desestimulando os processos de abertura de capital de empresas. Algo que já vinha em declínio á quase dez anos”.

A nova Lei das S/A's, o câmbio flutuante e o novo mercado criado pela Bovespa não conseguiram estimular o mercado de capitais no Brasil. O clima de incerteza afetava os investidores internos e externos, mantendo o mercado em clima de estagnação até o final de 2003 e início de 2004 (SILVEIRA, 2004, p. 58).

Após os anos de estagnação do mercado de capitais, a partir de 2004 a bolsa de valores teve uma forte expansão. “A estabilidade econômica provocada pela responsabilidade e conservadorismo do novo governo. Apesar das constantes altas da taxa de juros americana no período de 2000 á 2006, e a forte ascensão da República da China, algo que poderia afetar o apetite do capital estrangeiro, causando uma fuga dos mercados emergentes, o mercado brasileiro demonstrou um excelente desempenho na manutenção e aumento do capital estrangeiro” BOVESPA (2007), conforme demonstra a tabela 12.

**TABELA 12: PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES NO VOLUME TOTAL NEGOCIADO NO ANO (%)**

PARTICIPAÇÃO	2001	2002	2003	2004	2005
Pessoa Física	21,7	21,9	26,2	27,5	25,4
Investidores Institucionais	16	15,5	27,6	28,1	27,5
Investidores estrangeiros	25,1	26	24,1	27,3	32,8
Instituições Financeiras	34	32,1	18	13,8	11,7
Empresas Pub. Privadas	3	3,3	3,7	3	2,3
Volume Total Negociado	150,3	139	204,6	304,1	401,1

FONTE: BOVESPA (2005)

NOTA: Volume negociado em bilhões de Reais



Com a queda da inflação, o aumento do saldo positivo da Balança Comercial e o superávit primário nas contas públicas, o clima de estabilidade econômica e responsabilidade política foram reforçados, dando maior tranquilidade e estabilidade ao mercado financeiro e de capitais. Em 2004, então, iniciou-se um forte processo de abertura de capital das empresas no Brasil e o aumento da participação do capital estrangeiro no mercado acionário brasileiro, além do aumento do volume negociado, passando de R\$ 204 bilhões em 2003, para R\$ 401 bilhões em 2005. Dando assim maior liquidez aos papéis.

De acordo com (FORTUNA, 2005, p 589), o preço de uma ação em bolsa é fruto das condições de mercado (oferta e demanda) que reflitam as condições estruturais e comportamento da economia do país e específicas da empresa e de seu setor econômico.

Normalmente, as ações traduzem as expectativas dos agentes econômicos em relação às perspectivas do país, e, por consequência, aos destinos das empresas abertas.

Conforme a tabela 13 nota-se o forte crescimento de emissões no mercado de capitais nos anos de 2004, 2005 e 2006.

TABELA 13: ABERTURA DE CAPITAL NA BOVESPA APÓS IMPLANTAÇÃO DO NOVO MERCADO

ANO	EMPRESA	SEGMENTO LISTAGEM	NATUREZA DE OFERTA	VOLUME R\$ MILHÕES	Nº DE CORRETORAS	Nº DE INVESTIDORES
2004	Porto Seguro	Novo Mercado	Mista	377	51	5.919
2004	DASA	Novo Mercado	Mista	437	44	2.892
2004	Grendene CPFL	Novo Mercado	Secundária	617	56	7.905
2004	Energia	Novo Mercado	Mista	821	47	2.750
2004	ALL	Nível 2	Mista	588	33	3.425
2004	GOL	Nível 2	Mista	878	40	11.397
2004	NATURA	Novo Mercado	Secundária	768	32	4.445
2005	CSU	Novo Mercado	Mista	341	57	14.637
2005	Abnote	Novo Mercado	Secundária	480	55	15.453

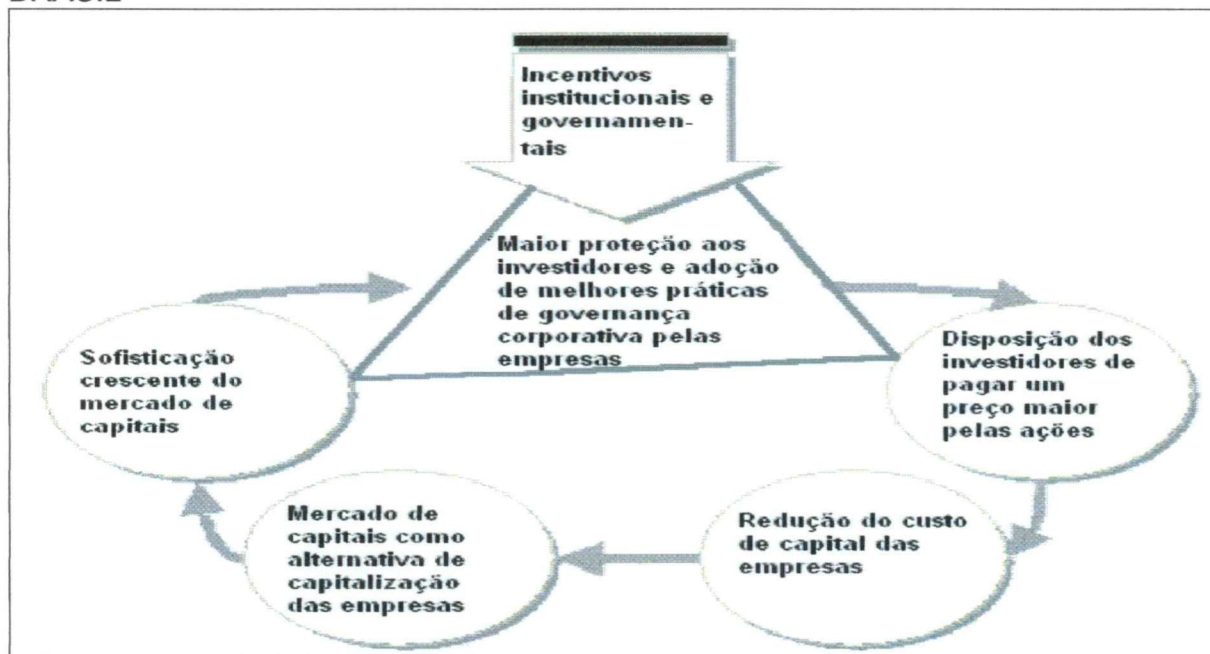
continua

ANO	EMPRESA	SEGMENTO LISTAGEM	NATUREZA DE OFERTA	VOLUME R\$ MILHÕES	Nº DE CORRETORAS	Nº DE INVESTIDORES
2005	Equatorial	Nível 2 Novo	Mista	540	56	7.521
2005	Totvs	Mercado Novo	Mista	460	57	16.322
2005	Company	Mercado Novo	Mista	282	55	13.166
2005	Gafisa	Mercado Novo	Mista	927	57	14.028
2005	Copasa	Mercado	Mista	813	55	13.166
2005	Vivax	Nível 2	Mista	529	50	7.916
2005	UOL	Nível 2 Novo	Mista	625	56	13.234
2005	Cosan	Mercado	Primária	886	52	9.079
2005	Bc Nossa Caixa	Mercado Novo	Secundária	954	54	7.666
2005	OHL Brasil	Mercado Novo	Mista	496	42	1.084
2005	Energias BR	Mercado Novo	Mista	1.185	44	468
2006	Mediai Saúde	Mercado Novo	Mista	742	53	3.131
2006	Abyra	Mercado Novo	Primária	164	41	6
2006	MMX	Mercado Novo	Primária	1.119	35	18
2006	Data Sul GP	Mercado	Mista	317	52	5.514
2006	Investments	BDR Novo	Primária	706	49	2.373
2006	Lupatech	Mercado Novo	Mista	453	55	11.453
2006	Brasil Agro	Mercado	Primária	583	35	3

FONTE: BOVESPA, 2006.

SILVEIRA (2002, p. 40) “fica evidente que as práticas de governança corporativa, adotadas pelas companhias, podem ser atrativas para os investidores. Neste sentido iniciativas governamentais e institucionais buscam estimular a adoção destas práticas nas companhias”.

FIGURA 1 - CIRCULO VISTUOSO PARA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL



FONTE: SILVEIRA (2002, p 40)

O conjunto de medidas governamentais e institucionais pode contribuir decisivamente para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, criando um círculo virtuoso no qual a crescente proteção aos investidores os deixe mais seguros de que irão usufruir do retorno das companhias na mesma proporção dos controladores, aumentando sua disposição para pagar mais pelas ações e conseqüentemente diminuindo o custo de capital das empresas, permitindo então que as companhias utilizem cada vez mais o mercado de capitais como uma real alternativa de capitalização.

## CONCLUSÃO

A construção de bases sólidas para o desenvolvimento econômico leva, naturalmente, à ampliação do mercado de capitais no Brasil. Mais do que isso, a expansão de maneira consistente do mercado de capitais exige a consolidação da estabilidade econômica.

Esta monografia se concentrou na análise da característica não desenvolvida do mercado de capitais, ou seja, na baixa capacidade de intermediação entre a poupança e o investimento.

Os desafios para o mercado de capitais se tornar desenvolvido passam por uma série de condicionantes, dentre os quais os principais estudados foram a posição tributária brasileira, a instabilidade da economia e das leis brasileiras, a falta de transparência, o enfraquecimento dos sócios minoritários, os custos da abertura de capitais, e as deficiências de regulação.

Nesse sentido, a iniciativa da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) de classificação quanto à governança (nível 1, nível 2 e Novo Mercado) pode, no médio e longo prazos, reduzir os riscos de prejuízo para os acionistas que não participem do bloco controlador. Em termos de política pública, o governo pode estimular esse processo através da preferência para empresas que se adequam às boas regras da governança corporativa.

## GLOSSÁRIO

Accountability	- responsabilidade final
Commercial papers	- papéis comerciais
Disclosure	- descoberta
Enforce	- fazer cumprir ou executar
Enforcement	- execução de uma ordem ou lei
Free float	- livre flutuação
Free-rider	- livre da cláusula adicional a um documento
Mainstream economics	- tendência atual econômica
Market share	- parte do mercado
Marketing	- mercadologia
Markups	- aumento dos preços
Outputs	- resultado da combinação de fatores de produção
Price maker	- produtores de preços.
Price taker	- tomadores de preços
Spreads	-margens de lucro
Stock options	-estoque de opções
Tag-along	- instrumento que promove a extensão do prêmio de controle aos acionistas minoritários.
Timing	- escolha do tempo mais adequado para fazer alguma coisa
Underpricing-	- preço abaixo
Underwriting-	-subscrição

## REFERÊNCIAS

AFONSO, A. **Economia dos intermediários financeiros: Desenvolvimento do sistema financeiro e o crescimento econômico**. FEA/USP. São Paulo. 2001.

ALSTON, L. J. (1999). "A framework for understanding the New institutional Economics". Dept. of Economics, University of Illinois, (March 1999).

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança Corporativa*. São Paulo: Atlas, 2004.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

BARROS, J.R.M. et al. **Desafios e oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, 2000. Disponível em: <[http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado\\_capitais\\_desafios.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado_capitais_desafios.pdf)> Acesso em 26 de maio de 2007.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **A importância econômica das bolsas**. out./2002. Disponível em: <[http://www.bovespa.com.br/pdf/publigra\\_aimportancia.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/publigra_aimportancia.pdf)>. Acesso em: 25 agosto de 2007.

BRITO, N. R. O. **A eficiência informacional fraca no mercado à vista da BVRJ no período 1980/1984**. Rio de Janeiro: COPPEAD/UFRJ, mar. 1985 (Relatório Técnico n. 78).

CARVALHO, Antonio Gledson de. **Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil**. IPE/USP. Texto para discussão 6/2000.

CASAGRANDE NETO, H. **Abertura do Capital de empresas no Brasil**. 2.ed. São Paulo: Atlas S.A, 1989.

CERETTA, P. S. **Comportamento das variações de preço nos mercados de ações da América Latina**. XXV ENANPAD, 25º, Anais Campinas: ANPAD, set. 2001.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório Anual 2006**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/relgest/cvmra2006.pdf>> Acesso em 15 de julho de 2007.

FAMÁ, R. **Eficiência, previsibilidade dos preços e anomalias em mercados de capitais: teoria e evidências**. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo: PPGA/FEA/USP, v. 1, n. 7, 2º trim. 1998.

FILHO CAVALCANTI, F.S.; MISUMI, J.Y. **Mercado de Capitais**. 4.ed. Belo

horizonte: CNBV, 1998.

FIORI, J. L. (2001). "Para Um Diagnóstico da Modernização Brasileira". In: MEDEIROS, C; FIORI, J. L. (Orgs.), **Polarização Mundial e Crescimento**. Petrópolis, RJ: Vozes.

FORTUNA, Eduardo Fortuna, **Mercado Financeiro**, 13ª Edição, Ed. Abril, 2003.

FRAGELLI e KOYAMA, **A cunha fiscal sobre a intermediação financeira, in Juros e spread bancário no Brasil**, Banco Central do Brasil, DEPEP, outubro/1999.

GALBRAITH, J.K. **Economia das Fraudes Inocentes: Verdades para o nosso Tempo**. São Paulo: Companhia das Letras: 2004.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.

IBGC. **Pesquisa sobre governança corporativa**. Novembro, 2001. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 15 de setembro de 2007.

KEYNES, J.M. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. 2.ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

LAPORTA, Rafael et al. **Legal determinants of external finance**. **NBER Working paper series, Cambridge**, jan. 1997. Disponível em: <<http://www.mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/rafael.laporta/>>. Acesso em: 15 agosto de 2007.

LUCAS, R. E. **Asset prices in na exchange economy**. **Econometrica, Menasha, WIS: Econometric Society**, v. 46, n. 6, p. 1429-1446, Nov. 1978.

MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama de Governança Corporativa no Brasil**. São Paulo, 2001.

**Mercado de Capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil**. maio/2000. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/merccap.pdf>>. Acesso em: 20 agosto de 2007.

MONACO, Douglas Cláudio, **"Estudo da Composição dos Conselhos de Administração e Instrumentos de Controle das Sociedades por Ações no Brasil"**, São Paulo, 2000. 177p. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MUELLER, B. P. M. (2002). **"Credibility and the Design of Regulatory Agencies in Brazil"**. In: **Revista de Economia Política**, vol. 22, nº 3, julho-setembro.

