

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE AÇÕES NOS ANOS 90,
NA VISÃO DO INVESTIDOR**

CURITIBA

2004

RAFAEL GRANDO

**O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE AÇÕES NOS ANOS 90,
NA VISÃO DO INVESTIDOR.**

Monografia apresentada como requisito parcial à
obtenção do título de Bacharel em Economia, da
Universidade Federal do Paraná.
Orientador: Prof. Adilson A Volpi.

**CURITIBA
2004**

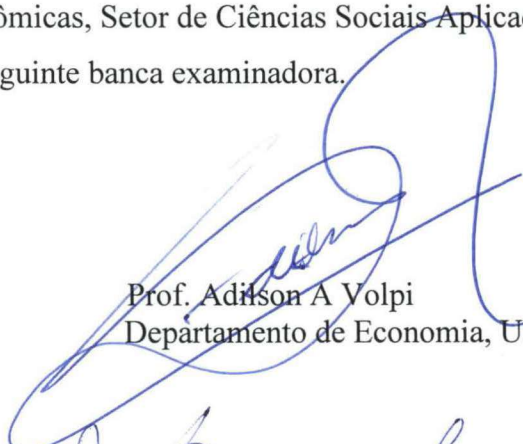
TERMO DE APROVAÇÃO

RAFAEL GRANDO


O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE AÇÕES NOS ANOS 90, NA VISAO DO INVESTIDOR.

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel no Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora.

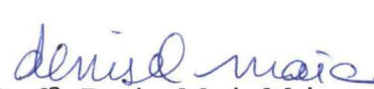
Orientador:



Prof. Adilson A Volpi
Departamento de Economia, UFPR.



Prof. Divonzir Lopes Beloto
Departamento de Economia, UFPR.



Prof.^a. Denise Maria Maia
Departamento de Economia, UFPR.

CURITIBA
2004

AGRADECIMENTOS

Agradeço, com carinho, à minha mãe, **Nilza dos Santos**, que me abençoa a cada dia da minha vida.

Agradeço à minha tia **Ana Silvestri**, por quem tenho especial afeição.

Agradeço aos meus amigos que, de alguma forma, demonstraram seu apoio e incentivo.

Agradeço principalmente à meu filho **Felipe Bernal Grandó**, que me deu forças para passar por todos os obstáculos e me inspira todos os dias.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS	v
RESUMO	vi
INTRODUÇÃO	1
1 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	4
2 O MERCADO DE ACÕES, UMA VISAO DE SEU FUNCIONAMENTO	7
3 BOLSA DE VALORES	14
4 O CENÁRIO MACRO ECONOMICO DA ÉPOCA	19
4.1 A EVOLUÇÃO TECNOLÓGICA, A GLOBALIZAÇÃO E SEU IMPACTO NO MERCADO DE AÇÕES.....	20
4.2 POUPANCA, INVESTIMENTO E DESENVOLVIMENTO: O CASO BRASILEIRO.	21
4.3 ASCENSÃO E DECLÍNIO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	22
5 O PROBLEMA DA CPMF	35
6 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS	36
6.1 FUNDOS DE PENSÃO.....	36
6.2 OS FUNDOS MÚTUOS.....	38
CONCLUSÃO	40
BIBLIOGRAFIA	42

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – COMPOSIÇÃO DA POUPANÇA A PREÇOS CORRENTES (EM % DO PIB).....	22
TABELA 2 – INVESTIMENTOS EXTERNOS (US\$ MILHÕES).....	23
TABELA 3 - EVOLUÇÃO DO MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL: 1980-1999.....	24
TABELA 4 – CAPITALIZAÇÃO BURSÁTIL SOBRE O PIB PELO MUNDO (%).....	25
TABELA 5 – VALOR TRANSACIONADO SOBRE O PIB PELO MUNDO (%).....	26
TABELA 6 – TURNOVER PELO MUNDO.....	27
TABELA 7 – ÍNDICE PREÇO-LUCRO: 1990-1998 (BOVESPA).....	28
TABELA 8 – EMISSÕES PRIMÁRIAS NO BRASIL: 1980-1999 (US\$ MILHÕES).....	29
TABELA 9 – EMISSÕES PRIMÁRIAS NO BRASIL: 1980-1998 (% FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO).....	30
TABELA 10 – EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA.....	31
TABELA 11– EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO.....	31
TABELA 12 – ANÁLISE DA EVOLUÇÃO DA ABERTURA E FCHAMENTO DE CAPITAL DE EMPRESAS DO SETOR PRODUTIVO – 1994-1998...	32
TABELA 13 – CONCENTRAÇÃO DO NÚMERO DE NEGÓCIOS POR EMPRESA EM RETROSPECTIVA.....	33
TABELA 14 – DESVANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL (PESQUISA DE OPINIÃO CONDUZIDA ENTRE AS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO: 43 PARTICIPANTES).....	34
TABELA 15 - PATRIMÔNIO DOS FUNDOS DE PENSÃO (EM US\$ BI).....	37
TABELA 16 – DISTRIBUIÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS FUNDOS MÚTUOS.....	39

RESUMO

O mercado de capitais, particularmente seu segmento acionário, deveria ser um poderoso instrumento de desenvolvimento econômico e social do país. O Brasil está dando passos fundamentais para a concretização desse novo ambiente; o principal deles é a evolução que se observou no setor privado, particularmente a sofisticação das bolsas de valores e a fantástica evolução dos investidores institucionais, que ao poucos se preparam para reproduzir, no país, o papel fundamental que seus similares exercem nas economias desenvolvidas. A conquista até aqui da estabilidade da moeda no plano real, é uma das mais importantes fontes de transformação e tem favorecido o desenvolvimento do mercado de ações, particularmente da institucionalização da poupança. Em qualquer país, a necessidade de crescimento econômico é um consenso, o crescimento proporciona mais empregos, mais renda, mais consumo, mais bem estar e maior arrecadação. Assim como nas empresas, o crescimento se faz com o aumento contínuo da capacidade de produção, mas isso depende de novos investimentos que produzam acumulação de capital e aumento da produtividade. Crescer requer investimentos e conseqüentemente abstenção de consumir, mas crescer com eficiência requer que os investimentos sejam direcionados para alternativas com maiores retornos, quando o capital pode ser mais rentável. Para que o crescimento econômico aconteça, são necessários mecanismos eficientes que incentivem a formação de poupança, possibilitem sua intermediação e a torne possível para quem quer investir. A globalização e as novas tecnologias de comunicação e informática, culminando com a Internet, ampliaram as possibilidades do mercado de ações, facilitaram o acesso aos mercados e reduziram o custo de intermediação. Esses avanços deram ao Brasil uma oportunidade importante de competir globalmente pela atração de capitais.

Infelizmente, muitos fatores hoje em dia tais como a incerteza da economia, altos custos de operação e a burocracia desencorajam a abertura de capital por parte das empresas.

INTRODUÇÃO

O presente trabalho visa analisar o possível desenvolvimento do mercado de ações no plano real, usando como base a visão do investidor. Visto que o mercado de ações passou por uma fase de crescimento nos anos 90, observa-se nesse período grande aumento da capitalização bursátil¹, volume transacionado e emissões primárias. Este crescimento é fortemente influenciado pela entrada expressiva de capitais estrangeiros.

Durante os anos 90 houve uma escalada dos indicadores de liquidez e performance do mercado primário, e o aumento da liquidez e a facilidade de obtenção de recursos constituíram incentivos para abertura de capital.

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. O resultado dessas mudanças foi uma entrada significativa de investimentos externos direcionados ao mercado de ações.

O reflexo desta maciça entrada de capitais estrangeiros foi um crescimento expressivo no valor das ações e volume negociados em bolsas. Comparações internacionais também ilustram o aumento da importância relativa do mercado acionário brasileiro na década de 90.

É fácil constatar que a disponibilidade de bons projetos de investimentos e poupança financeira não é suficiente para garantir boas taxas de crescimento, uma condição essencial para maximizar o crescimento econômico, e para que o sistema financeiro funcione de modo a alocar os recursos financeiros aos projetos de maior produtividade.

Nesse estudo tem-se como problema principal analisar se no Brasil, que se encontra em crescimento, o mercado acionário teve um desenvolvimento positivo nos anos 90. Outro ponto importante será o de verificar se com o avanço do processo de estabilização macroeconômico desenvolvido no plano real houve uma ascensão do mercado acionário. Pode-se considerar como hipóteses: (a) O mercado de ações pode afetar o crescimento econômico através da criação de liquidez. Muitos investimentos de alta produtividade requerem que volumes expressivos de recursos sejam aplicados a longo prazo. No entanto, os investidores são refratários a comprometer recursos por longos períodos; (b) O mercado de ações torna esses investimentos líquidos, portanto menos arriscados e mais atraentes aos investidores. Assim sendo, a liquidez proporcionada pelo mercado de ações pode melhorar a alocação de recursos da economia de modo que redireciona recursos de projetos com baixos

¹ A Capitalização Bursátil é um indicador para medir o valor de mercado de todos os ativos cotados em um determinada bolsa de valores.

retornos e curta maturação para projetos de altos retornos e longa maturação; (c) O Brasil passou por profundas transformações e pela primeira vez houve a necessidade de desenvolvimento do mercado de ações. Um avanço na forma de organizar a produção eleva a produtividade e a competição e, com isto, aumenta-se a importância do mercado de ações; (d) A abertura do capital das empresas as expõe a um mundo muito mais competitivo, no qual as necessidades de investimentos são muito maiores e recorrentes, além das necessidades de investimento impostas pelo novo paradigma. A estabilização e a retomada do crescimento da economia em geral também contribuem para a expansão das empresas, pois sem os velhos mecanismos de financiamento ficam mais receptíveis à abertura de capital.

Este estudo tem como objetivo geral mostrar que, em tese, o capital produtivo (ações) deve ter um retorno superior ao capital especulativo (aplicações de dinheiro), pois como se justificaria a atitude de um empresário, que procura uma instituição de crédito para levantar fundos e aplicar em seu negócio, se o mesmo não gerasse um retorno maior do que aquele dinheiro captado junto ao aplicador inicial. Partindo-se desse pressuposto, chega-se à conclusão de que, do investidor inicial (aplicador do dinheiro na ciranda financeira), e o investidor final (empresário) deve sobrar um recurso líquido na mão desse último; caso contrário, não haveria investimento em capital produtivo. Quem compra ações, passa a fazer parte do empreendimento e, portanto, investe em capital produtivo. Dependentes de um mercado que há até pouco tempo desprezavam, algumas empresas começam a modificar sua mentalidade e postura, surgindo bons exemplos de empresas que com sucesso alteraram o tratamento dado ao mercado de ações e tiveram retorno.

O tradicional preconceito em relação ao mercado de capitais no Brasil foi substituído por uma visão mais moderna, que valoriza sua importância como fonte de financiamento da economia e, conseqüentemente, vê no seu desenvolvimento uma condição para a retomada do crescimento sustentável.

Como objetivos específicos, pode-se citar: (a) analisar a compra de ações por grandes investidores como uma alternativa de estratégia de investimento que necessita de monitoração, contrário ao tradicional jogo especulativo baseado em manipulação e uso da informação privilegiada; (b) analisar como o mercado de ações teve uma significativa expansão no plano real, devido ao crescimento da institucionalização da poupança e da tecnologia da informação como uma atração de novos investidores; (c) além da estabilidade econômica, vários fatores reforçaram a tendência de crescimento dos investidores: como desenvolvimento da previdência privada, além das novas tecnologias da internet que também tiveram um papel importante, ao facilitar o acesso e diminuir os custos de transação; (d) todos

esses fatores implicaram em um enorme potencial de crescimento da oferta de recursos para investimentos através do mercado de ações nesses últimos anos.

A realização deste estudo justifica-se ao se constatar que, quando uma empresa assume compromissos de longo prazo com terceiros, seja na forma de emissão de títulos de dívidas ou de abertura de capital, ela passa a partilhar seus riscos com um grande número de investidores e necessariamente se obriga a fornecer informações mais detalhadas sobre seu desempenho no mercado. Os investidores passam a observar bem de perto seus resultados, buscando identificar falhas e premiar acertos, e não raramente oferecer idéias para melhorar o desempenho da empresa. Em síntese, a gestão da empresa será premiada ou reprovada em função dos bons ou maus resultados; a meta passa então a ser o melhor resultado econômico possível.

Quanto maior a participação das empresas de capital aberto na economia e quanto mais desenvolvido o mercado de ações, maior será a quantidade de empresas buscando a máxima eficiência de seu capital. Mesmo as empresas que não participam do mercado de ações serão obrigadas a melhorar sua eficiência pelo efeito da concorrência das demais. Assim sendo, a soma desses efeitos microeconômicos traduz-se em maior eficiência do capital em toda a Economia.

Com o Plano Real a instabilidade no mercado de ações foi superada, proporcionando boas condições de funcionamento do mercado. Os negócios que envolvem ações constituem a parte mais divulgada e desenvolvida do mercado de capitais brasileiro. A história recente das economias em desenvolvimento mostra um crescente desempenho dos mercados que negociam capitais de longo prazo.

1 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Atualmente um dos principais problemas do mercado de ações reside nos custos de transações, que faz com que a abertura de uma empresa se torne onerosa. De acordo com David Kupfer e Lia Hasenclever, tem-se a seguinte definição:

Custos de transação são os custos que os agentes enfrentam toda vez que recorrem ao mercado. De uma maneira mais formal, custos de transação são os custos de negociar, redigir e garantir o cumprimento de um contrato. Dessa forma, a unidade básica de análise quando se trata de custos de transação é o contrato (KUPFER e HASENCLEVER, 2002, p.269).

A teoria dos custos de transação suspende a hipótese de simetria de informações, e elabora um conjunto de hipóteses que tornam os custos de transação significativos, como descrevem Kupfer e Hasenclever. “Racionalidade limitada, complexidade, incerteza, oportunismo e especificidade de ativos, são hipóteses determinantes na existência de custos de transação” (KUPFER e HASENCLEVER, 2002, p.269).

A racionalidade limitada não teria qualquer interesse analítico se o meio ambiente onde se processam as decisões fosse absolutamente previsível e simples. Dessa forma o mercado de ações está muito relacionado com essa teoria que envolve custos ligados a assimetria de informações. Kupfer e Hasenclever fazem a seguinte definição:

A racionalidade limitada só se torna um conceito relevante para a análise em condições de complexidade e incerteza. Ambientes simples, mesmo com racionalidade limitada, não oferecem dificuldades, porque as restrições de racionalidade dos agentes não são atingidas. Em ambientes complexos a descrição da árvore de decisões pode se tornar extremamente custosa, impedindo os agentes de especificar antecipadamente o que deveria ser feito a cada circunstância (KUPFER e HASENCLEVER, 2002, p.270).

As empresas de capital aberto têm que garantir os interesses dos proprietários das ações e os executivos dessas empresas devem levar isso em consideração. Porém, montar uma organização com esse enfoque também tem seus custos. De acordo com os autores tem-se a seguinte definição. “A divergência entre os interesses dos acionistas e os executivos resulta do fato destes últimos poderem auferir ganhos não pecuniários sem ‘pagar’ por isso, já que a redução dos lucros da empresa não afeta seu bem-estar na mesma magnitude”. (KUPFER e HASENCLEVER, 2002, p.293). Com isso pode-se perceber o quanto é importante para a empresa se organizar de uma forma que os interesses de seus acionistas estejam diretamente ligados aos de seus executivos. Os autores têm que a seguinte resposta para esse problema:

Os custos inerentes às empresas de capital aberto podem ser minimizados por uma reelaboração dos contratos entre executivos e os acionistas, que corresponde à criação do aparato de monitoramento e controle de decisões que caracterizam a moderna sociedade por ações – envolvendo a formação de conselhos de administração, procedimentos de coleta e processamento de informações, especificação de mecanismos de prestação de contas aos acionistas, etc. (KUPFER e HASENCLEVER, 2002, p.294).

Com essa definição pode-se perceber que, apesar de existir custos de informação para a abertura do capital, as empresas de capital aberto não operam em condições sub-ótimas quando uma solução contratual de equilíbrio é encontrada.

No Brasil temos a governança corporativa com um dos problemas para o desenvolvimento de mercado de ações, e quanto a isso, Kupfer e Hasenclever verificam que: “Uma estrutura de governança define-se como sendo o arcabouço institucional no qual a transação é realizada, isto é, o conjunto de instituições e tipos de agentes diretamente envolvidos na realização da transação e na garantia de sua execução” (KUPFER e HASENCLEVER, 2002, p.277).

Atualmente, os fundos de pensão nos países desenvolvidos são muito importantes para o desenvolvimento sustentável da economia porque, através deles, um indivíduo utiliza sua poupança para fazer parte do capital produtivo. Peter Druker trabalha essa questão em seu livro “Sociedade Pós-Capitalista”, onde afirma o seguinte:

Com as atuais expectativas de vida, quase duas vezes maiores que aquelas do século passado, a maior necessidade das pessoas de hoje é a proteção contra a ameaça de viver demais. O seguro de vida do século dezenove era realmente um seguro de morte, já o fundo de pensão é o seguro de velhice. Trata-se de uma instituição essencial em uma sociedade na qual a maioria das pessoas pode esperar sobreviver por muitos anos às suas vidas profissionais (DRUKER, 1994, p.49).

Segundo Druker, “nunca houve antes importâncias tão grandes como aquelas atualmente nas mãos de investidores institucionais, principalmente fundos de pensão, em países desenvolvidos” (DRUKER, 1994, p.48). Druker complementa esse raciocínio com a seguinte afirmação: “A estrutura etária de uma sociedade desenvolvida virtualmente garante que os fundos de pensão ficarão mais importantes em todos os países” (DRUKER, 1994, p.49).

É fácil notar como os investidores institucionais têm uma importância cada vez maior no financiamento do capital e, segundo o autor, “os investidores institucionais, em especial os fundos de pensão, estão se transformando rapidamente nas maiores fontes de capital nos países desenvolvidos” (DRUKER, 1994, p.50).

Uma questão importante é quanto à administração dos fundos, visto que, eles são investidores que controlam enormes capitais e seu investimento. Druker afirma que: “Nem os gerentes que o administram, nem seus proprietários, são capitalistas, ou seja, o capitalismo dos fundos de pensão é o capitalismo sem os capitalistas” (DRUKER, 1994, p.51).

A questão mais importante levantada pelo autor é quanto à gerência desses fundos e seu papel na economia. Segundo ele, tem-se a seguinte definição:

Um investidor sempre pode vender suas propriedades, mas as propriedades dos grandes fundos de pensão e mesmo daqueles de porte médio são tão grandes que simplesmente não podem ser vendidos. O único mercado para eles são outros fundos de pensão. Em outras palavras, os fundos de pensão não podem gerenciar uma empresa nem vender as ações que dela possuem, eles precisam se certificar de que a empresa está sendo gerenciada” (DRUKER, 1994, p.54).

Segundo Druker, “podemos prever com alta probabilidade de acerto que iremos desenvolver uma auditoria empresarial, e ela acompanhará o desempenho de uma empresa e da sua gerência em relação a um plano estratégico e a objetivos específicos” (DRUKER, 1994, p.54).

2 O MERCADO DE AÇÕES, UMA VISÃO DE SEU FUNCIONAMENTO

As ações são títulos negociados em bolsa, e sujeitas a uma série de exigências quanto ao fornecimento de informações ao público. São títulos representativos do capital social de uma empresa. O empresário, para a realização de investimentos, conta com fontes internas e externas de financiamento. Então, as empresas, à medida que se expandem, carecem de mais recursos que podem ser obtidos basicamente através de: empréstimos de terceiros, reinvestimentos dos lucros e participação dos acionistas. Através da participação de acionistas (venda de ações), uma empresa ganha condição de obter novos recursos, não exigíveis, como contrapartida à participação do seu capital.

“*O mercado primário de ações* é onde se negociam a subscrição (venda) de novas ações ao público, ou seja, onde a empresa obtém recursos para seu empreendimento. Quando a emissão é subscrita totalmente pelos antigos acionistas - embora a empresa seja registrada em bolsa - chama-se de subscrição particular e é feita diretamente na empresa ou através da bolsa de valores.” (FORTUNA, 1997, p.261). É a primeira negociação da ação e o dinheiro da venda vai para a empresa. É, portanto, mercado primário.

Os lançamentos de ações novas no mercado de uma forma ampla e não restrita à subscrição pelos atuais acionistas, chamam-se lançamentos públicos de ações ou operações de *underwriting*. “*O underwriting* é um esquema de lançamento de uma emissão de ações para a subscrição pública, no qual a empresa encarrega um intermediário financeiro da colocação desses títulos no mercado.” (FORTUNA, 1997, p.261).

“Melhor Esforço ou *Best-effort Underwriting* é o lançamento de ações, no qual a instituição financeira assume apenas o compromisso de fazer o melhor esforço para colocar o máximo de uma emissão junto à sua clientela, nas melhores condições possíveis e num determinado período de tempo.” (FORTUNA, 1997, p.261). As dificuldades de colocação das ações irão se refletir diretamente na empresa emissora. Neste caso o investidor deve proceder a uma avaliação mais cuidadosa, tanto das perspectivas da empresa quanto das instituições financeiras encarregadas do lançamento.

“*O mercado secundário de ações* é onde se transferem títulos entre investidores e instituições. Se bem que, do ponto de vista econômico, uma transação na bolsa, por exemplo, não significa aumento ou diminuição de recursos para financiamento das empresas; a empresa cujas ações sejam negociadas com frequência pode obter recursos apreciáveis através de

chamadas de capital por subscrição.” (CNBV, 1979, p.57)². Um mercado secundário organizado e eficiente é extremamente importante. É condição para a existência do mercado primário, onde as empresas podem efetivamente obter recursos financeiros. O fator fundamental do investidor quando compra ações de novos lançamentos, é a possibilidade de que, mais tarde, ao necessitar do total ou de parte do capital investido, possa se desfazer delas e reaver seu dinheiro com lucros.

“As ações podem ser classificadas como *ações ordinárias* que são ações que conferem a seu titular o direito de votar nas assembleias gerais de acionistas” (CNBV, 1979, p.73). Nessas assembleias são aprovadas as peças contábeis, bem como a destinação do resultado do exercício e elegem-se os membros da diretoria da empresa.

“As ações também podem ser *preferenciais*, que são as que não dão ao titular o direito do voto, mas tem prioridade no recebimento do dividendo e no caso de dissolução da empresa, tem preferência no reembolso do capital.” (CNBV, 1979, p.73). Há dois casos nos quais os acionistas preferenciais passam a ter direito a voto: um deles é quando a empresa passa três anos consecutivos sem pagar dividendos aos acionistas preferenciais e outro quando as ações preferenciais têm direito a voto por força de estipulação nesse sentido nos próprios estatutos da empresa.

Quanto à *classe*, as ações preferenciais são representadas por letras (A, B, C...). Essas letras (classes) especificam direitos adicionais, tais como: direito a voto e direito a dividendos maiores.

Quanto à circulação das ações, todas são nominativas, ou seja, têm o nome do proprietário e podem circular através de cautelas ou serem escriturais. As ações de cautelas têm emissão do papel/cautela e as ações escriturais são todos os tipos de ações que podem circular nos mercados de capitais sem a emissão de cautelas, ou seja, desmaterializadas. Neste caso elas são escrituradas por uma Instituição, que é fiel depositária das ações da Empresa, e que processa os pagamentos de direitos e resultados e as transferências de propriedade na forma da Lei, comprovando esse procedimento através de extratos.

Investidores Individuais e Institucionais. “Os investidores individuais são as pessoas físicas ou jurídicas que participam diretamente no mercado, seja comprando ou vendendo ações, para si próprias, por sua conta e risco. O investidor institucional reúne recursos de um grupo de pessoas para aplicar em negócios com ações. Forma uma carteira (conjunto de ações de diversas empresas possuídas por alguém) que pertence aos que lhe forneceram recursos

² Comissão Nacional de Bolsas de Valores (CNBV). **Introdução ao Mercado de Ações**. 2ª ed., São Paulo: Ação, 1979.

para investir em nome deles.” (CNBV, 1979, p.55). São chamados de institucionais porque têm suas atividades reguladas por lei e estão sob o controle das autoridades governamentais. Existem vários tipos de investidores institucionais. Entre os principais, figuram:

“Os *Fundos de Investimentos*, que são instrumentos de captação de pequenas poupanças do público para investi-las no mercado de ações. Os recursos são obtidos mediante a venda de quotas, as quais devem ser recompradas imediatamente quando solicitado por seus possuidores” (CNBV, 1979, p.55). O dinheiro é aplicado na formação de uma carteira de títulos no qual predominam as ações.

Fundos Externos de Investimentos, que são carteiras de títulos, principalmente ações, formadas pelas sociedades de investimento sediadas no Brasil e constituídas, obrigatoriamente, por bancos de investimento das sociedades corretoras. Estas sociedades captam recursos no exterior para serem aplicados na compra de papéis em nosso país.(CNBV,1998,P.299)

Companhias de Seguros, que pelo investimento de suas reservas técnicas, tornam-se investidores institucionais. As reservas técnicas são acumuladas para fazer frente ao possível pagamento de sinistros ocorridos (reservas comprometidas) ou que, probabilisticamente, possam ocorrer (reservas não comprometidas). Os títulos a serem adquiridos deverão ser emitidos por sociedades anônimas de capital aberto, adquiridos por subscrição ou no mercado secundário. (CNBV,1998,P.308)

Entidades de Previdência Privada, são basicamente de dois tipos: entidades fechadas e entidades abertas. As entidades fechadas são sociedades civis ou fundações, criadas com o objetivo de instituir planos privados de concessão de benefícios complementares ou assemelhados aos da previdência social, acessíveis aos empregados ou dirigentes de uma empresa ou de um grupo de empresas. Estas entidades são investidores porque parte de seus recursos tem que ser aplicada na manutenção de uma carteira de ações. Já as entidades abertas têm como única finalidade a instituição de planos de concessão de pecúlios ou de rendas, segundo normas gerais e técnicas aprovadas pelo órgão normativo do Sistema Nacional de Seguros Privados. (CNBV,1998,P.293)

Os direitos do acionista: basicamente, o acionista tem apenas uma obrigação, desde que tenha subscrito ações de um aumento de capital (a prova é o boletim de subscrição): é obrigado a integralizar sua parte no capital (isto é, pagar à empresa o valor das ações que subscreveu). Entretanto, a Lei n° 6.404, que regulamenta o funcionamento das sociedades anônimas, lhe confere uma série de direitos, que nem o estatuto social nem a assembléia geral lhe podem tirar. São eles: “participar dos lucros sociais, participar do acervo da companhia,

em caso de liquidação, fiscalizar na forma prevista por lei a gestão dos negócios sociais, preferência para subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição e retirar-se da sociedade nos casos previstos em lei, mediante o reembolso do valor de suas ações” (CNBV, 1979, p.133).

Dividendos, fazem parte do direito do acionista, que deve receber, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto, ou, se este for omissivo, metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: quota destinada à constituição da reserva legal, importância destinada à formação de reservas para contingências e reversão das mesmas reservas formadas em exercícios anteriores e lucros a realizar transferidos para a respectiva reserva, e lucros anteriormente registrados nessa reserva que tenham sido realizados no exercício. (FORTUNA,1997,p.310)

Bonificações, ou seja, recebimento gratuito de um número de ações proporcional à quantia já possuída. Resultam do aumento do capital, por incorporação de reservas ou lucros em suspenso. A bonificação representa a atualização da cota de participação do acionista no capital da empresa. Ela pode ser feita mediante a emissão de novas ações ao valor nominal ou simplesmente pelo aumento do valor nominal das ações (carimbo) já existentes (sempre na mesma proporção da bonificação distribuída).(FORTUNA,1997,p.310)

Direitos de subscrição, é o direito assegurado por lei, que dá ao acionista a preferência para subscrição de ações, que consiste na prioridade comum a todos (acionistas ordinários e preferenciais) de adquirir, pelo preço de emissão, uma parcela das novas ações, proporcional às já possuídas. (FORTUNA,1997,p.311)

Direitos de retirada: de acordo com a lei das sociedades anônimas, podem existir quando: existe criação de ações preferenciais ou aumento de classes existentes sem guardar proporções com as demais, salvo se já previstas ou autorizadas pelo estatuto, alterações nas preferências, vantagens e condições ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais ou criação de nova classe mais favorecida, alteração de dividendo obrigatório, mudança do objeto da companhia, incorporação da companhia em outra, dissolução da companhia ou cessação do estado de liquidação, participação em grupo de sociedades, desapropriação de ações do controle da companhia em funcionamento por pessoa jurídica de direito público, aquisição, pela sociedade aberta, do controle de sociedade mercantil se o preço pago superar determinados limites. (FORTUNA,1997,p.311)

Avaliação de investimento em ações: quando alguém compra ações assim procede na expectativa de ganhos decorrentes do rendimento durante o tempo que permanecer com ela e

da sua valorização no mercado. Quem investe é sempre um especulador. Especular é indagar, é auscultar, sondar. Quem compra ações, mesmo inconscientemente, especula sobre a possibilidade de rendimento futuros, o comportamento do mercado e a possibilidade de valorização do papel.

No mercado de ações, o segredo é comprar na baixa e vender na alta, mas como saber se o preço de determinada ação está caro ou barato, como avaliar? Costuma-se dizer que qualquer ação tem um valor intrínseco e um valor ou preço de mercado. O primeiro é dado pela remuneração efetiva mais a remuneração potencial do investimento. A efetiva é aquela que se pode considerar praticamente certa, mesmo com base num estudo do comportamento histórico do desempenho da empresa. O potencial depende muito mais do futuro do que do passado, do que poderá acontecer com a empresa, de qual será seu desempenho econômico, de como se comportará o mercado e seus produtos. O valor intrínseco se fundamenta nas possibilidades da empresa. (FORTUNA,1997,p.307)

O problema do investidor é descobrir quais as ações que estão sendo vendidas abaixo do seu valor intrínseco para comprá-las e vendê-las quando estiverem cotadas acima daquele valor.

Existem duas correntes de pensamento na literatura sobre a avaliação de um investimento em ações: A escola *técnica e fundamentalista*. A segunda fundamenta suas conclusões em dados econômicos financeiros da empresa, relacionando-os à situação do seu setor de atividade e da economia como um todo. Portanto, o preço depende do desempenho da empresa no seu contexto econômico e que somente pela avaliação desse desempenho pode-se estimá-lo. (FORTUNA,1997,p.307)

A primeira baseia-se exclusivamente no comportamento da cotação dos papéis e o seu instrumento principal são os gráficos. Modelos históricos de comportamento são instrumental válido de previsão, os quais podem substituir, talvez com maior eficiência, qualquer tentativa de avaliação do desempenho da empresa para estabelecer preço futuro das suas ações.

O *Risco* faz parte da compra de ações. Risco de que os negócios da empresa emissora não andem tão bem quanto se esperava. Risco de que o mercado de ações entre numa fase recessiva prejudicando o preço do papel mesmo que a empresa vá bem; risco de que, embora o mercado esteja em alta e muito dinâmico, e a empresa esteja indo bem, o preço de suas ações esteja caindo; além de outros riscos comuns a qualquer investimento.

A *Liquidez* de uma ação depende fundamentalmente do comportamento do mercado e da sua performance nele. Para avaliar sua liquidez devem-se estudar as perspectivas do

mercado para o período em que se pretende permanecer com o papel e os dados históricos sobre os negócios com o mesmo na bolsa de valores. É preciso considerar que a liquidez em cada momento específico depende sempre do volume de ações a ser negociado. Admite-se que uma determinada ação tem boa liquidez, considerando-se um volume normal de negócios.

Como se compram ações na bolsa de valores: feita uma avaliação criteriosa e escolhidas as ações que reúnam condições de dar um retorno mais satisfatório, cabe ao investidor solicitar ao corretor que compre as ações no pregão da Bolsa de Valores. A ordem de compra deve ser feita através de uma sociedade corretora, da confiança do investidor; de preferência, a mesma que o orientou na tomada de decisão. Esta ordem deve ser autenticada mecanicamente e nela constará a hora e o dia de entrada da mesma. De posse dela e de outras tantas, o operador da corretora dirige-se ao pregão da Bolsa de Valores e as executa. Após ter sido concretizada a operação, a corretora entra em contato com o cliente, comunicando-lhe que a transação foi realizada e que o mesmo deverá comparecer para que seja emitida a nota de corretagem.(CNBV,1998,P.231)

Atitudes: em qualquer mercado onde as negociações se processem livremente, os investidores precisam conhecer e estar atentos à atuação, sempre possível, de personagens como o especulador, o manipulador e o *insider*³. A atuação destes agentes pode, em determinadas circunstâncias, afetar sensivelmente o rumo das negociações.

O *especulador* é a figura presente em qualquer mercado e sob certos aspectos até importante para a sua liquidez. Ele compra e vende ações sem um horizonte temporal claramente definido na expectativa de emergência de fatores que na sua concepção farão as ações subirem ou descerem de cotação, quando realiza sua posição. O especulador age com racionalidade e audácia, ele assume riscos elevados em busca de uma rentabilidade compensadora, portanto, está sujeito a perdas ou ganhos maiores do que aqueles a que estão sujeitas as pessoas mais conservadoras.

O *Manipulador* costuma usar de atitudes de má fé. É prática nociva ao comportamento de mercado e, portanto, expressamente proibida em lei. Ela favorece um grupo de pessoas em detrimento da maioria do mercado, prejudicando os investidores.

O manipulador age usando diversos meios para criar condições artificiais de demanda, oferta ou preços, visando obter ganhos com as oscilações das cotações de determinada ação. Uma das técnicas utilizadas pelos manipuladores é a simulação de operações visando mostrar volumes artificiais de compra e venda de um determinado título. Neste caso, o manipulador

³ Termos técnicos utilizados para diferenciar os investidores individuais e suas atitudes.

atua como comprador de um determinado papel através de uma corretora e como vendedor do mesmo papel através de outra corretora.

Outra técnica é a divulgação de notícias sem fundamentos (boatos) com o objetivo de forçar a alta ou a queda das cotações de um determinado título. Na manipulação altista, o manipulador compra o título por um determinado preço e divulga boatos que afetam positivamente o preço do papel. Quando os preços estão altos, o manipulador vende o título realizando ganhos. Quando o boato é desmentido, os preços retornam ao nível anterior.

Na manipulação de baixa, o manipulador divulga boatos que resultam na queda das cotações. Quando os preços estão baixos o manipulador é comprador e, horas depois, quando os preços voltam ao nível anterior – porque foi desmentida a má notícia – ele é vendedor.

Segundo nota de esclarecimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM): “É possível a existência de operações que envolvam conluio de manipuladores e *insideres*, porém, os casos de que se tem notícia mostram o manipulador agindo por conta própria ou em conjunto com outros manipuladores, visando condições artificiais de mercado” (CNBV, 1979, Pp.176).

O *Insider* é aquele que está por dentro, é quem está ligado à empresa em função de confiança e que, por força de sua posição, tem acesso e, ainda, quem as usa em proveito próprio. A posição de confiança referida pode ser a de um diretor, conselheiro fiscal ou qualquer outra. A repressão à atuação dos manipuladores e dos *insiders* é feita, principalmente, pelas Bolsas de Valores e pela Comissão de Valores Mobiliários. A Lei nº 6.385 de 17.12.76, dispôs que a CVM, no exercício de suas atribuições para fins de imposição das penalidades criadas na mesma lei, poderá apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não eqüitativas de administradores e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado de valores mobiliários do país. O processo administrativo foi regulamentado pela Resolução 454 do Conselho Monetário Nacional.

O processo administrativo é composto de duas partes: o inquérito propriamente dito e a instauração do processo. No inquérito, serão examinados os fatos pertinentes, ouvidas as pessoas que possam contribuir para os esclarecimentos dos fatos. Concluída esta parte e se houver indícios veementes de irregularidades, será precedida a acusação contra a pessoa ou pessoas que supostamente praticaram irregularidades. Feita a acusação, os acusados terão amplo direito de defesa, sendo admitido todo e qualquer tipo de prova. Apresentada a defesa, haverá o julgamento. Caso a Comissão aceite as acusações como verdadeiras, ela poderá

aplicar penalidades como: advertência, multa, suspensão do exercício do cargo de administrador da companhia aberta ou de entidade do sistema de distribuição de valores.

3 BOLSA DE VALORES

“Bolsa de Valores não são instituições financeiras, mas associações civis sem fins lucrativos, constituídas pelas corretoras, que dão a infra-estrutura do mercado de ações. Organizam o local para negociação de valores mobiliários (títulos tais como debêntures, ações e outros) em mercado livre e aberto, para corretoras e autoridades” (CNBV, 1979, p.112).

O preço da ação em bolsa é fruto das condições de mercado (oferta e demanda) que refletem as condições estruturais e comportamento da economia do setor.

As Bolsas de Valores possuem autonomia financeira, patrimonial e administrativa, mas estão sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e obedecem as diretrizes e políticas do Conselho Monetário Nacional (CMN).

Seus objetivos e atividades são:

- Manter local adequado para realização, entre corretores, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre, organizado e fiscalizado pelos próprios membros, pela autoridade monetária e pela CVM;

- Organizar, administrar, controlar e aperfeiçoar o sistema e o mecanismo de registro e liquidação das operações realizadas;

- Estabelecer sistema de negociação que propicie e assegure a continuidade das cotações e a plena liquidez do mercado de títulos e valores mobiliários;

- Fiscalizar o cumprimento, pelos seus membros e pelas sociedades emissoras de títulos e valores mobiliários, das disposições legais e regulamentares estatutárias e regimentais que disciplinam as operações de Bolsa, aplicando aos infratores as penalidades cabíveis;

- Dar ampla e rápida divulgação às operações efetuadas em seu pregão;

- Assegurar aos investidores completa garantia pelos títulos e valores negociados;

- Exercer outras atividades conexas e correlatas que lhes sejam permitidas por lei.

Desde que autorizada pelo Bacen e pela CVM, qualquer sociedade pode adequar um título patrimonial da Bolsa de Valores em que deseje ingressar, submetendo-se às exigências legais e estatutárias da mesma e tornando-se uma corretora.

As sociedades corretoras estão sujeitas às normas do Conselho Monetário Nacional, Banco Central e CVM.

Seus objetivos são:⁴

- Operar com exclusividade em Bolsa de Valores, à vista e a termo, no mercado do futuro e no de opções, com títulos e valores mobiliários de negociação autorizada;
- Comprar, vender e distribuir títulos e valores mobiliários por conta de terceiros;
- Formar e gerir, como líder ou participante de consórcios para lançamento público (*underwriting*), bem como para compra ou revenda de títulos e valores mobiliários e, ainda, encarregar-se de sua distribuição e colocação no mercado de capitais;
- Encarregar-se da administração de carteiras de valores e da custódia de títulos e valores mobiliários;
- Incumbir-se da transferência e da autenticação de endossos, desdobramentos de cautelas, recebimento e pagamento de resgates, juros ou dividendos de títulos e valores mobiliários;
- Encarregar-se da subscrição de títulos e valores mobiliários, prestar serviços técnicos nesse sentido e exercer funções de agente fiduciário por ordem de terceiros;
- Operar em contas correntes com seus acionistas, não movimentáveis por cheques, administrar recursos de terceiros destinados a operações mobiliárias e financiar a liquidação das operações realizadas por conta de seus comitentes;
- Promover o lançamento de títulos e valores mobiliários, públicos e particulares;
- Instituir, organizar e administrar fundos mútuos de investimento, bem como clube de investimentos destinados a coletar e aplicar numerário em títulos e valores mobiliários;
- Organizar fundos de investimentos, sob a forma de sociedade anônima de capital autorizado, para aplicação em títulos e valores mobiliários, bem como encarregar-se de sua colocação;
- Intermediar operações de câmbio e negociação das respectivas letras;
- Operar em open e overnight, desde que especificamente credenciadas pelo Banco Central do Brasil, intermediar operações no mercado de commodities;
- Assessorar os clientes no processo de tomada de decisão, baseadas em estudos elaborados por seu departamento técnico.

Os investidores compram ações de companhias através das corretoras, na Bolsa. O investidor emite uma ordem de compra ou venda da sua corretora e esta se encarrega de executá-la no pregão, através dos operadores habilitados.

⁴ Dados retirados da Comissão Nacional de Bolsas de Valores (CNBV). **Introdução ao Mercado de Ações**. 2ª ed., São Paulo: Ação, 1979.

São admitidos à negociação apenas os títulos e valores mobiliários registrados na Bolsa: ações de S/A (com registro na CVM e cujas empresas emissoras estejam dentro das exigências da Bolsa), títulos públicos federais e estaduais.

Sistema de Informações

O sistema de difusão de informações das Bolsas de Valores do Brasil é, possivelmente, um dos mais avançados do mundo. São utilizados quase todos os meios de comunicação disponíveis: correio, malotes, imprensa escrita, falada, televisiva, teleprocesso on-line.

Direta ou indiretamente, atinge todos os interessados em acompanhar o mercado de ações: outras Bolsas, sociedades corretoras, bancos de investimento, entidades, instituições financeiras, investidor individual. As informações transmitidas se referem basicamente:

- sobre o pregão;
- sobre empresas negociadas em bolsa;
- informações econômicas e políticas que se relacionem ou que afetem o mercado de ações.

Os instrumentos mais importantes de divulgação das informações são os boletins diários das Bolsas, as revistas das Bolsas, os boletins mensais, cadernos técnicos e relatos anuais.

Tipos de negociação

Os investidores (compradores e vendedores de ações), podem realizar seus negócios através dos seguintes processos:

O comprador ou vendedor, através de uma corretora, faz a transação de ações pregando à viva voz o título que quer negociar, fornecendo: quantidade, preço, tipo, direitos (bonificação, subscrição, dividendos).

A operação é direta quando o operador (representante da corretora) é simultaneamente o comprador e vendedor.

Quando o mercado de certa ação está com pouca liquidez (não há apregoamento de compra e venda), o investidor pode colocar uma oferta de C/V de uma ação a um preço e quantidade pré-determinados.

No pregão encontram-se os fluxos de oferta e procura de um grande mercado: o mercado nacional de ações. Milhares de pessoas que desejam comprar ou vender ações estão aí representadas pelos operadores de Bolsa (os próprios corretores ou seus prepostos). De

certa forma, é como se toda essa gente estivesse ali presente, anunciando, cada um, à viva voz, os seus desejos de comprar e vender ações de companhias.

O pregão deve funcionar como um mercado transparente: todos devem ter conhecimento, ao mesmo tempo, de todos os fatores importantes que possam afetar o preço atual ou futuro do objeto das transações. O sistema de informações instantâneas do pregão tem por objetivo exatamente este: trazer equidade no que se refere ao conhecimento das condições gerais do mercado e dos papéis negociados. A Bolsa só alcança seus fins quando quem compra sabe o que está comprando e quem vende sabe exatamente o que está vendendo. E o negócio só se realiza no momento em que o vendedor obtém o maior preço e o comprador o menor preço possível.

No final de 1999, as Bolsas de Valores do Brasil anunciaram uma completa reestruturação no mercado acionário brasileiro, protagonizando um processo corajoso de Integração. Essa união de forças foi capaz de eliminar obstáculos internos para o desenvolvimento das Bolsas de Valores Nacionais, agregar maior liquidez aos mercados, a partir da criação de mercados especializados e de ter proporcionado o primeiro passo para a formação de um mercado único de negociação na América Latina.

Toda a operação foi realizada em um momento de forte competição exercida contra as Bolsas Brasileiras por parte das Bolsas Internacionais, cujas conseqüências foram a “fuga” de negócios e a perda de liquidez das praças brasileiras. As Bolsas Internacionais acenavam com custos menores, maior liquidez e facilidades para a realização dos negócios. Esses fatores tendiam a tornarem-se maiores devido à competição tecnológica entre as Bolsas e, também, aos processos de integrações e fusões que atualmente operam entre as Bolsas Internacionais.

A Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) apresentou nos últimos anos muitos avanços, como a abertura para os investidores estrangeiros, as privatizações e o considerável aumento dos investidores institucionais. Ainda assim, há uma baixa utilização da mesma pelas empresas brasileiras, cujos principais motivos são: o desconhecimento, a falta de confiança, e a falta de cultura.

Entre 1999 e 2000, houve uma grande movimentação nos mercados de ações do país, provocada, entre outros motivos, pela privatização da Telebrás, que se dividiu em doze empresas de telecomunicações, gerando uma grande quantidade de negócios e oportunidades de investimento. A BOVESPA sofreu forte valorização, incentivando várias empresas a abrir seu capital, ou lançar mais ações no mercado.

No período entre 1999 e 2000, verificou-se um índice superior a 19 mil pontos, um dois mais altos desde o início da BOVESPA, mas, daquele ano para cá, a bolsa caiu muito, mostrando sinais de recuperação apenas em 2003.

4 O CENÁRIO MACRO ECONOMICO DA ÉPOCA

“Antes do Plano Real, havia recessão, inflação e concentração de renda, mas a partir dele obteve-se uma melhora nesses índices.”(Governo Federal, 1999, p.5)

A estabilização foi consolidada, melhorando a renda que a inflação concentrava. Um ano antes da implantação do plano, a inflação alcançou 5.200% e, em maio de 1999, a inflação estava em torno de 3,2%. Sofreu um pequeno aumento no primeiro trimestre de 1999, provocada pela mudança da política cambial, mas a liberação do câmbio não resultou em aumento generalizado dos preços.⁵

O Real gerou estabilização com crescimento, durante seis anos consecutivos houve crescimento real do PIB, fato que não acontecia desde o final dos anos 70. Entre 1994 e 1998, o PIB cresceu a uma taxa média anual de 3,3%, sendo que a taxa nos quatro anos anteriores foi de 0,3%.

A estabilização contribui para dar sustentabilidade ao crescimento do produto real. No período de 1994/1998, houve aumentos salariais sem pressões inflacionárias, melhorando a produtividade industrial, de quase 10% em média naquele período, gerando a modernização tecnológica do parque industrial e a introdução de novas técnicas de administração empresarial. O aumento dos bens de capital nas importações totais do país mostra que existiu uma modernização do sistema produtivo e um crescimento da produtividade. A média de exportação de produtos manufaturados em 95/96 era de R\$ 26.813 milhões e passou para R\$ 30.037 milhões em 97/98, indicando que a reestruturação produtiva começava a gerar seus primeiros ganhos.

Antes da implantação do Plano Real, um salário mínimo correspondia a apenas 60% de uma cesta básica; já no ano de 1995, o poder de compra elevou-se para 90%. O rendimento médio real dos trabalhadores cresceu 26% com a implantação do Real.

Outro aspecto importante no Plano Real diz respeito às privatizações. Elas propiciaram um aumento no investimento estrangeiro direto, permitindo a modernização e dinamização da economia brasileira. De uma média anual de US\$ 1,2 bilhões em 1992-1993, o investimento estrangeiro direto aumentou para US\$ 21,6 bilhões no período de 1997-1998.

O plano Real conseguiu êxito na consolidação da estabilização econômica, retomada do desenvolvimento e melhor distribuição de renda.

⁵ Dados: Governo Federal, **5 anos de Real, Estabilidade e Desenvolvimento**, Brasília, 1999.

4.1 A EVOLUÇÃO TECNOLÓGICA, A GLOBALIZAÇÃO E SEU IMPACTO NO MERCADO DE AÇÕES

Atualmente um aspecto importante para o mercado de ações foi a revolução tecnológica, principalmente no que diz respeito às tecnologias de comunicação e informação. “Nos dias atuais, o mercado de ações encontra-se integrado graças às tecnologias de comunicação e informação que evoluíram a ponto de transformar tal meio em um ambiente informatizado”⁶

O acesso do capital às alternativas mais atraentes de investimentos nos diversos mercados se tornou possível graças a tais avanços. As novas ferramentas da informação fizeram com que os custos de intermediação reduzissem, viabilizando negócios antes demasiadamente onerosos a serem realizados inter-mercados. Parte desta evolução foi realizada pela Internet, que reduziu consideravelmente o processo de intermediação.

Com a competitividade, os mercados tornam-se cada vez mais eficientes, sob pena de exclusão da rota de capitais. É neste ambiente de competitividade e globalização que estão inseridas as bolsas de valores brasileiras, bolsas essas que formam um mercado de ações tímido, se comparado com o mercado mundial.

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

O processo de maior interação dos mercados de ações prossegue com a Internet. Estudos indicam que a participação de operações realizadas por meio eletrônico aumentaram muito e tendem a crescer cada vez mais, a queda dramática dos custos das transações e a eliminação da distância nas comunicações foram fatores determinantes para isso.

Atualmente as barreiras nacionais, as regras e regulamentos impedem a plena liberdade de movimentos que a tecnologia passou a permitir. Investir em outro país, para o indivíduo, ainda é muito mais difícil que localmente. Porém, é uma questão de tempo para

⁶ CVM: Comissão de Valores Mobiliários, **A integração das bolsas de valores**, São Paulo, 2001. Disponível em www.cvm.com.br

que a regulamentação, pelo menos em boa parte do mundo, seja aperfeiçoada para abrir essas novas possibilidades e, então, os mercados financeiros estarão entre os mais afetados.

Com os sistemas eletrônicos atuando no mercado de ações, as pessoas e empresas que eram responsáveis por certas intermediações foram em boa parte eliminadas; essa desintermediação causa redução de custos, maior rapidez e aumento no número de operações. Isso proporciona maior liquidez e traz maior quantidade de pessoas ao mercado, o que, em um processo auto-alimentado, aumenta o número de operações e liquidez. A globalização pode mudar radicalmente a forma com que se encaram os mercados. Mesmo que isso não ocorra tão rapidamente, os mercados nacionais competirão cada vez mais por recursos em um único mercado mundial.

4.2 POUPANCA, INVESTIMENTO E DESENVOLVIMENTO: O CASO BRASILEIRO

A poupança é fundamental para a origem do investimento. Para investir, é necessário que ocorra prévia ou simultaneamente uma poupança. Nas economias modernas existe, na maioria dos casos, uma diferença longa para que a poupança se transforme em investimento. O poupador e o investidor normalmente são pessoas distintas. O investimento implica recompensas, mas gera riscos; assim, a transformação da poupança em investimento implica na existência de um conjunto de instituições que permitam converter a decisão individual de poupar em recurso para quem deseja investir.

Uma das principais funções dos mercados financeiros é aproximar os dois agentes que normalmente estão separados pelo mercado: de um lado o poupador, que tem excesso de recursos, mas não tem oportunidade de investi-los em atividades produtivas; e de outro o tomador, que está na situação inversa. Quando existe a oportunidade de transferir os recursos dos poupadores para os investidores, há um aumento geral da produtividade, da eficiência e do bem estar da sociedade.

O mercado acionário permite a diluição dos riscos de novos investimentos, o que constitui, assim, incentivos à inovação econômica e à modernização que, por sua vez, proporcionam aumento da produtividade, maior retorno, maior crescimento e maior renda. Ao mesmo tempo, o mercado acionário promove uma democratização e socialização do capital, permitindo a pulverização da participação na propriedade das empresas para os pequenos poupadores, seja diretamente, seja através de fundos mútuos, ou fundo de previdência.

Entre o final dos anos 60 e o início da década de 70, o Brasil investia, em média, 19,3% do Produto Interno Bruto (PIB), sendo o crescimento médio do período de 5% ao ano. Esse desenvolvimento se deu a partir de meados da década de 60, quando a poupança interna foi uma das principais causas: em média era de 19,0% do PIB, complementada ainda por um pequeno afluxo de poupança externa de 0,3% do PIB.⁷

O crescimento médio anual do Brasil caiu de 8,9% nos anos 70, para 2,4% nos anos 80 e para 1,8% nos anos 90. A manutenção dos investimentos em torno de 21% do PIB só foi possível graças ao aumento da poupança externa, decorrente da estabilização da economia. A taxa de poupança caiu para cerca de 18% do PIB nos primeiros quatro anos do Plano Real.

TABELA 1 – COMPOSIÇÃO DA POUPANÇA A PREÇOS CORRENTES (EM % DO PIB)

	Poupança Doméstica	Poupança Externa	Poupança Total
1961/65	16,8%	-1,9%	14,9%
1966/70	18,3%	-0,7%	17,6%
1971/75	19,1%	2,0%	21,2%
1976/80	18,9%	3,5%	22,4%
1981/85	17,9%	3,0%	20,8%
1986/90	22,6%	0,3%	22,9%
1991/94	20,6%	-0,2%	20,4%
1995	19,7%	2,5%	22,3%
1996	17,9%	3,0%	20,9%
1997	17,8%	3,9%	21,7%
1998	16,9%	4,3%	21,3%

Fontes: Banco Central e IBGE

Extraído de: **O mercado de Capitais, sua importância para o desenvolvimento e os entraves que se defronta o Brasil**, São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br

4.3 A POSSÍVEL ASCENSÃO DO MERCADO DE AÇÕES

O mercado acionário brasileiro aparentemente passou por uma fase de grande crescimento nos anos 90, principalmente quando se considera a capitalização bursátil, volume transacionado e emissões primárias. Em grande parte este movimento foi resultante de uma entrada expressiva de capitais estrangeiros, mas também as mudanças no quadro macroeconômico e regulatório no início da década como a estabilização econômica, abertura comercial, abertura para investimentos estrangeiros em bolsas, tornou o mercado de ações

⁷ Dados retirados da BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo, **O mercado de Capitais, sua importância para o desenvolvimento e os entraves que se defronta o Brasil**, São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br

brasileiro mais atraente e acessível aos investidores internacionais, resultando numa entrada significativa de investimentos externos direcionados ao mercado de ações.

A tabela a seguir mostra o movimento de capitais estrangeiros entre os anos de 1991 a 1999 no mercado brasileiro. A entrada líquida de capitais partiu de US\$ 386 milhões em 1991 para uma média anual de US\$ 3,3 bilhões entre 1993 e 1996. Porém, o saldo tornou-se negativo em 1998 em US\$ 2,4 bilhões, refletindo a ameaça da crise cambial que se confirmou em 1999. Em 1999 há uma recuperação, com uma entrada líquida de US\$ 1,1 bilhão.⁸

TABELA 2 – INVESTIMENTOS EXTERNOS (US\$ MILHÕES)

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

Fonte: CVM

Extraído de: **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br

A entrada maciça de capitais estrangeiros foi um crescimento expressivo no valor das ações negociadas em bolsa. Ilustra-se este movimento na tabela a seguir. A capitalização bursátil como proporção do PIB saiu 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. Acompanhando a mesma tendência, o *turnover*⁹ partiu de uma média de 28% na década de 80, para atingir 64% entre 1993 e 1998, chegando a um máximo de 107% em 1998.

⁸ Dados retirados da BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo, **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br

⁹ Turnover: Rotação, movimento, giro, circulação. Número de ações negociadas durante um certo período.

TABELA 3 - EVOLUÇÃO DO MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL: 1980-1999

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	32,4
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

Extraído de: **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br

Na década de 90 houve um aumento da importância do mercado acionário brasileiro quando se faz comparações internacionais. As taxas de crescimento foram elaboradas utilizando a média e a mediana mundiais obtidas entre dois triênios: 1988-90 e 1994-96. Quanto à capitalização bursátil, o Brasil cresceu a uma taxa de 261% contra uma média mundial de 139% e mediana de 72%. No que se refere a valor transacionado, o país cresceu a uma taxa de 340% contra uma média de 350% e uma mediana de 163%. Quanto ao *turnover*, cresceu a uma taxa de 28% contra uma média mundial de 89% e mediana de 50%.¹⁰

¹⁰ Dados retirados da BOVESPA: **Bolsa de Valores de São Paulo, Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br

TABELA 4 – 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
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
Zimbabwe	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
Sri Lanka	8,1	31	17,8	33
Grécia	11,5	27	16,6	34
Turquia	6,7	34	15,1	35
Áustria	10,6	28	14,8	36
Egito	4,5	36	14,3	37
Argentina	3,1	39	13,8	38
Nigéria	4,4	37	9,6	39
Venezuela	7,9	32	8,7	40
Média das taxas de crescimento				139%
Mediana das taxas de crescimento				72%
Taxa de crescimento para o Brasil				261%

Fonte: World Development Indicators 1999 (Banco Mundial)

Extraído de: **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br

TABELA 5 – 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	35,0	4	74,0	3
Holanda	22,8	5	66,3	4
UK	45,3	2	47,2	5
Suécia	9,0	12	45,9	6
Austrália	14,2	9	38,0	7
Taiândia	18,2	6	38,0	8
Canadá	14,2	8	35,4	9
Japão	79,9	1	25,0	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
Israel	8,3	15	17,6	15
Dinamarca	8,8	13	17,1	16
África do Sul	7,0	17	15,7	17
Noruega	9,9	10	15,5	18
Finlândia	5,4	19	15,5	19
Brasil	3,5	25	15,3	20
México	3,5	24	14,9	21
Chile	2,8	27	13,9	22
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	2,0	28	5,8	31
Portugal	2,8	26	5,5	32
Sri Lanka	0,3	37	2,9	33
Zimbabwe	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	0,0	40	0,1	40
Média das taxas de crescimento			350%	
Mediana das taxas de crescimento			163%	
Taxa de crescimento para o Brasil			340%	

Fonte: World Development Indicators 1999 (Banco Mundial)

Extraído de: **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br

TABELA 6 – TURNOVER PELO MUNDO

Países	Média 1988-90	Rank	Média 1994-96	Rank
Turquia	0,17	25	1,57	1
Estados Unidos	0,59	5	0,76	2
Holanda	0,40	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
Canada	0,29	17	0,52	9
Malásia	0,17	24	0,51	10
Itália	0,25	19	0,49	11
Taiilândia	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
Finiândia	0,22	21	0,38	20
Reino Unido	0,49	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	0,20	22	0,27	26
Nova Zelândia	0,18	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	0,10	35
África do Sul	0,05	35	0,08	36
Zimbabwe	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%	
Taxa de crescimento para o Brasil			28%	

Fonte: Jonhson (2000)

Extraído de: **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br

As tabelas acima mostram um impacto sobre a valorização das ações, tal como ilustrado pela evolução do índice preço-lucro da Bovespa no período de 1990-98, quando passou-se de um índice de 3,6 em 1991 para 34,0 em 1996, mas com as crises asiática, russa e brasileira, este índice caiu em 1997 e 1998 para 12,5 e 15,2 respectivamente. Mesmo assim, eram valores bem superiores ao do início da década.

TABELA 7 – ÍNDICE PREÇO-LUCRO: 1990-1998 (BOVESPA)

1990	3,6
1991	7,8
1992	8,8
1993	8,4
1994	12,6
1995	26,9
1996	34,0
1997	12,5
1998	15,2

Fonte: Jonhson (2000)

Extraído de: **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br

O crescimento do mercado secundário teve correspondente no mercado primário: o valor das emissões de papéis por empresa de capital aberto cresceu muito nos anos 90. A tabela a seguir exibe o volume de emissões de ações, debêntures e notas promissórias para o período de 1980 a 1998. O volume de emissões de ações partiu de uma média anual de US\$ 564,7 milhões no período de 1980-89 para alcançar um valor médio de US\$ 1,89 bilhões no quinquênio 1993-1998.

TABELA 8 – EMISSÕES PRIMÁRIAS NO BRASIL: 1980-1999 (US\$ MILHÕES)

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

Fonte: CVM

Extraído de: **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br

Uma comparação internacional na próxima tabela indica que a emissão de ações como proporção da formação bruta de capital fixo é bastante modesta: em 1996 era apenas de 0,78%, no mesmo período nos EUA e Reino Unido era de 17%; Chile e Malásia de 14%; Hungria e Quênia de 5%.

TABELA 9 – EMISSÕES PRIMÁRIAS NO BRASIL: 1980-1998 (% FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO)

Anos	Debêntures	Ações	Total (Ações + 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%

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

Extraído de: **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br

No final da década de 1990 houve um declínio nos índices de performance do mercado de ações. Isso se deve em grande parte às crises cambiais da Ásia, Rússia e Brasil. Devido a essas crises, houve um longo período de taxas de juros reais extremamente altas, desestimulando o investimento em ativos de renda variável.

Devido ao ajuste fiscal e ao aumento da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), o mercado de ações teve seu desempenho novamente prejudicado, porém existiam outros fatores que já faziam sentir que a expansão desse mercado era superficial. Entre esses fatores estava o número de empresas de capital aberto.

A tabela a seguir mostra que, apesar do crescimento do mercado de ações nos anos 90, houve uma redução no número de empresas listadas no país. O número de empresas listadas na Bovespa na década de 70 cresceu consideravelmente, na década seguinte houve um crescimento moderado e nos anos 90 esse crescimento parou e começou uma redução.

TABELA 10 – EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA

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

Fonte: Bovespa

Extraído de: **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br

A tabela a seguir mostra o número de empresas com registro na CVM entre 1980 a 1998. Pode-se notar que no período de 1984-93 há uma redução, porém no período seguinte esta tendência reverte-se, chegando em 1998 com 1.047 empresas. No entanto, essa recuperação é ilusória: muitas dessas empresas criadas no período eram estatais e consórcios ligados à privatização, empresas de securitização e leasing, e empresas que não fizeram emissão superior a R\$ 1 milhão.

TABELA 11 – 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

Extraído de: **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br

A próxima tabela (transcrita de Rocca & Carvalho, 1999), refaz o cálculo e mostra que o número de empresas de capital aberto do setor produtivo, descontando as empresas citadas acima, reduziu-se, de fato, para 34, no período de 1994-98.

TABELA 12 – ANÁLISE DA EVOLUÇÃO DA ABERTURA E FECHAMENTO DE CAPITAL DE EMPRESAS DO SETOR PRODUTIVO – 1994-1998

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

* Não registraram qualquer emissão ou fizeram emissões de valor inferior a 1 milhão.

** Registraram emissões superior a 1 milhão.

Fonte: CVM

Extraído de: **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br

Considerando-se as taxas brasileiras de crescimento com relação à média e à mediana mundiais entre os 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 para a 13ª posição.

Durante os anos 90 o mercado primário aparentemente cresceu no que se refere aos indicadores de liquidez e performance, mas apenas uma parcela reduzida de empresas de fato se beneficiou do crescimento do mercado nos anos 90. Quando se observa a concentração do mercado acionário tomando como indicador o número de transações por empresa durante o período de 1990-99, existe a vantagem de que este indicador não é sensível a fatores como inflação e taxa de câmbio.¹¹

A tabela a seguir mostra que, quando se considera a proporção das transações correspondente às 30 ou 40 empresas, há uma tendência à desconcentração, porém, quando se

¹¹ Dados retirados da BOVESPA: **Bolsa de Valores de São Paulo, Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br

considera as 100 empresas mais transacionadas, é fácil constatar que a concentração vem aumentando quase que regularmente desde 1990.

TABELA 13 – CONCENTRAÇÃO DO NÚMERO DE NEGÓCIOS POR EMPRESA EM RETROSPECTIVA*

Número de Empresa mais negociadas	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
10	48.5	41.9	67.4	58.8	34.4	65.4	40.3	56.6	31.4	25.3
20	60.4	54.3	77.3	73.0	50.6	73.8	54.5	69.7	48.7	44.7
30	68.2	62.5	81.3	78.1	61.7	79.3	64.1	76.7	60.6	57.0
40	73.5	67.8	84.1	81.8	69.0	83.1	71.0	81.6	70.7	66.1
50	76.2	72.1	86.3	84.7	74.6	86.0	76.1	85.0	78.0	73.1
60	79.9	75.5	88.3	87.0	78.2	88.2	80.1	87.8	82.7	78.5
80	84.0	80.9	91.1	90.3	83.2	91.2	85.3	91.6	88.7	86.1
100	87.4	84.7	93.1	92.4	87.2	93.2	89.0	93.9	92.4	91.3
150	93.0	91.1	96.0	95.6	93.3	96.4	94.4	97.2	97.1	97.0
200	95.9	94.9	97.8	97.5	96.5	98.1	97.0	98.7	98.8	98.9
Concentração FIBV	49	86	84	81	75	82	77	76	73	71
Número de Empresas Negociadas	524	544	517	516	509	488	471	484	487	447
Número de Empresas Listadas	581	570	565	550	544	543	551	536	535	487
Número de Transações no Ano (milhares)	1.528	948	1.966	2.232	1.464	1.476	935	1.920	1.322	1.881

* Número de vezes em que alguma ação da empresa é negociada em pregão durante o ano dividido pelo número total de negociações em pregão no ano.

Fonte: CNBV

Extraído de: **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br

A concentração também se verificou nos mercados primários. A tabela a seguir contém dados anuais sobre o número de empresas emissoras e o valor médio das emissões de ações e debêntures para o período de 1993-99. O valor médio das emissões, que foi de US\$ 53,2 milhões entre 1993 e 1995, cresceu pra US\$ 162,4 entre 1997 e 1999. No primeiro período, 98 empresas emitiram ações, ao passo que, no segundo período, apenas 52.

Quando se faz uma análise desses dados, observa-se que tanto o benefício da liquidez como o da obtenção de recursos via mercado primário ficaram restritos a um número reduzido de empresas, ou seja, apenas algumas empresas de capital aberto se beneficiaram do crescimento expressivo do mercado de capitais.

Dentre os problemas para a abertura de capital estão o *underpricing* na distribuição inicial de ações, as despesas administrativas e a perda de confidencialidade. Uma amostra de 43 empresas indicou que os custos de manutenção (auditorias, publicações, relatórios, etc.) são as principais desvantagens da abertura de capital. Fatores relacionados ao custo do capital próprio (subvalorização das empresas) aparecem em segundo lugar com 11,6%, e aspectos ligados à perda de confidencialidade foram listados em primeiro lugar por 16,4% das empresas desta amostra.

TABELA 14 – DESVANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL (PESQUISA DE OPINIÃO CONDUZIDA ENTRE AS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO: 43 PARTICIPANTES)

Desvantagens	Empresa que listaram em primeiro lugar (%)	Empresas que incluíram entre as 6 mais importantes (%)
Custo de manutenção	62.8	88.4
Preço das ações inferior ao valor companhia	11.6	60.5
Custos de underwriting	7.0	49.0
Elevado <i>underpricing</i> na colocação de ações	7.0	46.6
Planejamento tributário	7.0	28.0
Informações estratégicas a concorrentes	4.7	48.9
Concorrentes são empresas fechadas	4.7	32.7
Altos custo de títulos de dívida	2.3	32.5
Dividendos 10% maior para preferencialistas	2.3	18.6

Fonte: Rocca e Carvalho (1999)

Extraído de: **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br

5 O PROBLEMA DA CPMF

A Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), causa uma série de problemas para o mercado de ações. Dentre elas podem ser inseridos o fato de que ela aumenta os custos da economia, tributa a renda, o consumo, a propriedade e a riqueza. A CPMF faz com que as tentativas de fuga de sua incidência gerem a utilização mais freqüente do dinheiro em espécie, e fazem com que os investidores procurem fazer operações em outros países.

Como no mercado de ações a liquidez é fundamental e os spreads de intermediação são muito baixos, a incidência da CPMF é um diferencial de custos que para o investidor é muito alto, fazendo com que os mesmos migrem para mercados onde a tributação tem uma incidência menor. O mercado brasileiro perde uma grande parte de suas operações para o mercado norte americano.

A Receita Federal se empenha para a aprovação do Imposto sobre Movimentação Financeira (IMF), da mesma natureza e que seria compensado com outros tributos federais, como forma de combate à sonegação, porém, para o mercado de ações os efeitos seriam basicamente os mesmos. Com esse imposto todos pagariam uma alíquota de 0,2%, que geraria informações para apanhar os sonegadores e o governo devolveria o valor arrecadado, o que acabaria com o risco de criação de nova incidência cumulativa prejudicial à competitividade e às exportações.

O IMF não eliminaria os drásticos problemas causados ao mercado de ações porque em muitos casos seria impossível devolver o imposto, principalmente se um dos participantes do processo de intermediação for de outro país. Mesmo no Brasil a devolução seria complicada, devido ao aumento dos custos de transação, principalmente para as empresas que dão prejuízo ou têm incertezas sobre seus resultados.

Apesar da alíquota ser apenas de 02%, ela é muito superior à margem de muitas das operações do mercado de ações e supera os custos de uma operação no mercado acionário americano. Assim, a criação de um novo tributo não ajudaria a resolver os problemas que a incidência desses impostos causam no mercado de ações.

A CPMF distorce a eficiente alocação de recursos em toda a economia, mas seu efeito é pior sobre o mercado de ações, pois aumenta o custo de transação e inibe os negócios e a liquidez, restringindo o aumento do volume de transações. Isso faz com que o mercado de ações perca um de seus principais objetivos que é dar liquidez para o investidor.

6 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Os investidores institucionais são de certa forma responsáveis pelo desenvolvimento do mercado de capitais, isso porque, nos dias atuais, consolidam a real democratização do capital. Atualmente tendências mostram que os fundos de pensão serão os maiores fornecedores de recursos para investimentos, comandando as operações de varejo dos mercados financeiros.

Para se ter uma idéia da importância desses investidores, basta olhar para a economia norte americana, onde os fundos de pensão se tornaram a estrutura patrimonial dos Estados Unidos, a tal ponto que hoje em dia mais da metade do patrimônio das companhias públicas americanas, com ações negociadas nos mercados de Bolsa, pertencem a esses grupos de fundações de seguridade social.

Os investidores institucionais devem ser os participantes mais importantes dos mercados de dinheiro, devido as suas grandes massas de manobras, que são os recursos captados junto a seus públicos, eles são especializados na aplicação das poupanças. No Brasil esses investidores não são muito diferentes dos seus concorrentes de países desenvolvidos, são eles fundos de pensão e entidades de Previdência Complementar, fundações de seguridade social, fundos de investimentos, companhias de seguros e capitalização e companhias de investimentos. Apesar do crescimento dos investidores institucionais brasileiros nos últimos anos, eles não atingiram a grandeza e nem a riqueza de recursos dos investidores institucionais em países desenvolvidos, ou seja, não se pode dizer que eles são os organismos propulsores da economia e isso acontece porque a população brasileira, reconhecidamente sub-capitalizada, mantém estreitos e contidos os mercados de dinheiro, são grandes as dificuldades na captação de recursos voluntários devido a outras formas de poupança, a desorganização das finanças que foi em grande parte causada pelos processos inflacionários e também pelos governos serem capazes de realizar atos que interferem diretamente na vida financeira da sociedade.

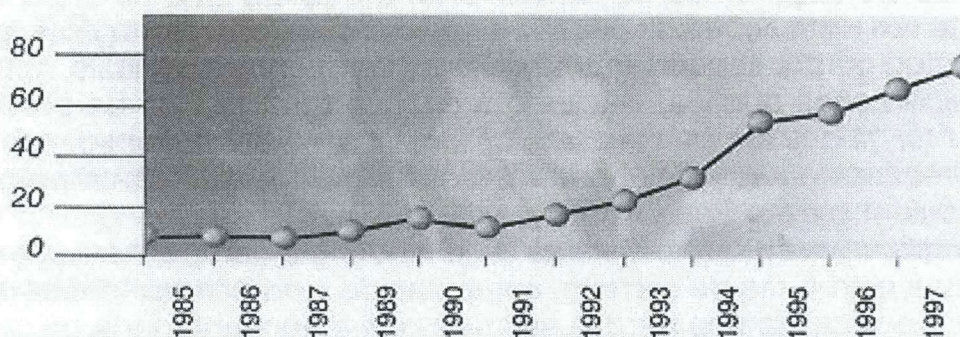
6.1 FUNDOS DE PENSÃO

O início dos fundos de pensão no Brasil está nas agremiações corporativas de segmentos do funcionalismo público que se organizaram, inicialmente em instituições de pecúlio e cooperativas de crédito. Nos anos 70, a idéia ganhou corpo, especialmente entre as companhias estatais, autarquias e outras repartições públicas, visando à criação de sistemas de

previdência complementar, já que em muitos casos os funcionários dessas entidades tinham sistemas precários de aposentadoria e pensão, e alguns de seus empregadores não contribuíam para o Fundo de Garantia de Tempo de Serviço. Ao mesmo tempo, comprovava-se que o sistema de previdência complementar servia de desafogo nas estruturas de carreira, entupidas de funcionários idosos que não se retiravam por causa das perdas salariais que a aposentadoria causaria.

No final dos anos 70 essas fundações de seguridade social já mantinham expressivos estoques de capital, e serviam de modelo para iniciativas semelhantes entre as empresas privadas. Nos anos 80, o crescimento do capital dessas instituições foi significativo, em especial o das fundações de empresas públicas. Em dezembro de 97 o patrimônio da indústria de fundações de seguridade totalizava US\$ 77,8 bilhões, cerca de 11,8% do PIB brasileiro. O crescimento das fundações pode ser avaliado a partir destes dados do ano de 1985: patrimônio de US\$ 7,5 bilhões, equivalente a 1,6% do PIB. A população abrangida pelo sistema é de 5.776 mil pessoas, sendo 1665 mil participantes ativos, 303 mil aposentados e 3.808 mil dependentes.¹²

TABELA 15 - PATRIMÔNIO DOS FUNDOS DE PENSÃO (EM US\$ BI)



Fonte: ABRAPP

Extraído de: CNBV disponível em www.cnbv.com.br

Existe uma descompensação entre o tamanho de alguns desses fundos de pensão e os capitais das empresas brasileiras. Por esse motivo, alguns fundos de pensão são acionistas majoritários de grandes empresas. Essa descompensação faz com que fundos de pensão de

¹² MISUMI, Jorge.; CAVALCANTE, Francisco. **Mercado de Capitais**. Belo Horizonte: CNBV, 4ª ed., 1998.

empresas estatais e repartições públicas sejam grandes acionistas em empresas estatais, ou majoritários em empresas privatizadas. A previ, entidade dos funcionários do Banco do Brasil, é a maior fundação de seguridade social do Brasil, e seu patrimônio representa 26,35% do patrimônio total do setor.

6.2 OS FUNDOS MÚTUOS

Os fundos mútuos são entidades financeiras que, pela emissão de títulos de investimento próprios, concentram capitais de inúmeros indivíduos para aplicação em carteiras diversificadas de títulos e valores mobiliários.

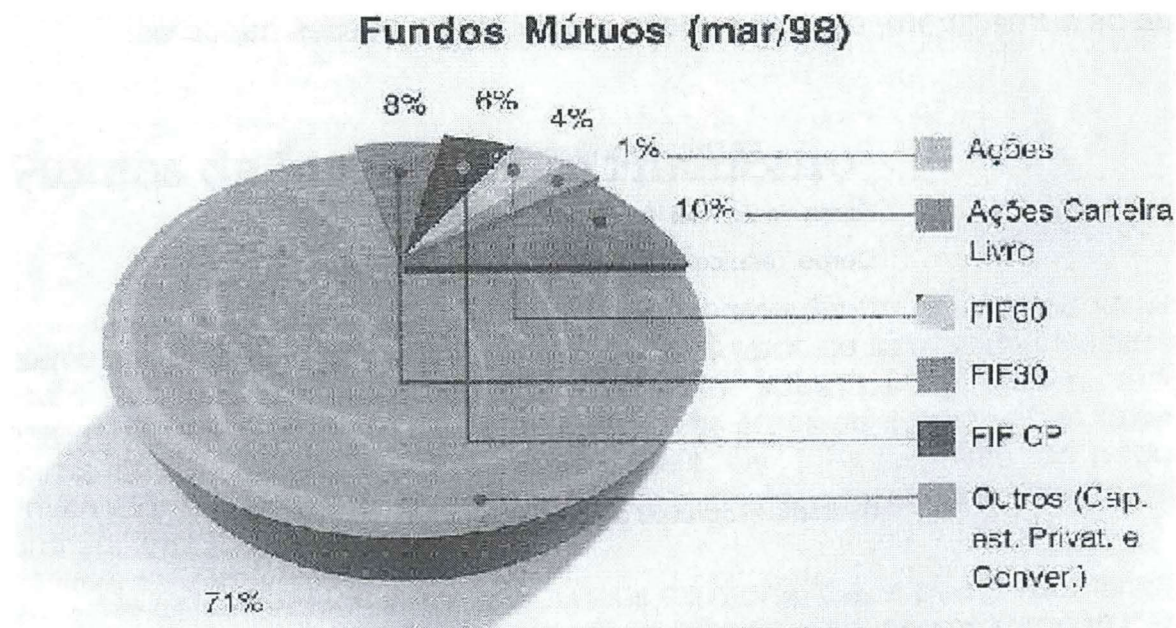
A maior vantagem desses fundos é o fato de que existe uma melhor condição técnica nessa aplicação, ou seja, as condições são mais favoráveis do que se os participantes operassem por conta própria nos mercados financeiros. Os fundos mútuos oferecem as vantagens decorrentes da concentração, isso é, eles agem em nome da coletividade que fornece capacidade de negociação muito maior do que se o participante ficasse sozinho no mercado.

Os fundos se enquadram no grupo dos condomínios voluntários, em que cada cotista participa até o limite de suas quotas, expressas por um único título representativo de propriedade, chamado Certificado de Investimento, emitido pelo administrador do fundo. Esses Certificados são, quase sempre, escriturais, representados por extratos de conta emitidos pelo administrador do fundo.

Em março de 1998, os fundos de investimentos no Brasil tinham um patrimônio líquido total de R\$ 135,5 bilhões, assim distribuídos:¹³

¹³ Dados retirados da CVBV: MISUMI, Jorge.; CAVALCANTE, Francisco. **Mercado de Capitais**. Belo Horizonte: CNBV, 4ª ed., 1998.

TABELA 16 – DISTRIBUIÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS FUNDOS MÚTUOS



Fonte: CNBV

Extraído de: CNBV disponível em www.cnbv.com.br

CONCLUSÃO

O mercado de ações brasileiro passou por uma fase de desenvolvimento nos anos 90, gerado pela grande entrada de capitais estrangeiros, logo após a implantação do Plano Real. Nesse momento houve um grande aumento da capitalização bursátil, emissões primárias e volume transacionado, porém pode-se perceber que esse desenvolvimento não foi contínuo e no final da década chegamos a ter um pequeno retrocesso devido a muitas crises mundiais.

Num país com elevadíssimos custos de capital, a captação de recursos via lançamento de ações é instrumento de redução desses custos, portanto contribui para a saúde financeira das empresas. Ao lançar ações no mercado e democratizar o capital, as empresas captam poupança de longo prazo para investimentos, que vão gerar aumento de produção, crescimento econômico e empregos. Mas vários fatores têm desencorajado a abertura de capital, entre eles a incerteza da economia, os altos custos da operação e a burocracia que ela exige.

A questão tributária é um dos principais problemas com que se depara o mercado de ações brasileiro. A carga tributária elevadíssima penaliza as empresas em geral, mas, em particular, as empresas de capital aberto, que são obrigadas a assegurar transparência nas suas demonstrações contábeis. Além da carga elevada, a estrutura tributária é inadequada para o crescimento do mercado de capitais, pois tributa com alíquota elevada (20%) os rendimentos de renda variável e os rendimentos dos fundos de previdência complementar. A CPMF também trouxe problemas para o mercado de ações, pois aumenta o custo de transação e inibe os negócios e a liquidez.

A relação custo/benefício da abertura de capital é um outro fator desfavorável ao crescimento do mercado; as despesas diretas (administrativas, contábeis, etc.) e indiretas são consideradas elevadas, enquanto os benefícios ficam limitados pelo excessivo grau de concentração das bolsas brasileiras, na qual pouco mais de uma dezena de empresas têm assegurada a liquidez de seus títulos.

No mercado de ações houve uma forte participação dos fundos de pensão. A rigor, a existência de melhores alternativas de investimento permite aos gestores dos fundos previdenciários obterem maior retorno na carteira, reduzirem seu risco e aumentarem a credibilidade dos fundos. Do ponto de vista institucional, seria importante o estímulo aos fundos previdenciários, instrumento importante em nível mundial para o estímulo à poupança de longo prazo e para alocação de capital na economia produtiva.

O Plano Real foi fundamental para o mercado de ações brasileiro, porque com o controle da inflação e a estabilização econômica, houve uma entrada expressiva de capitais estrangeiros, aumentando consideravelmente nosso volume de ações negociadas em bolsa. Durante o restante da década a confiança dos investidores estrangeiros foi fundamental para o aumento do volume de negociações nas bolsas brasileiras e isso só foi alterado com as crises mundiais que começaram em 1999.

Atualmente, o mercado ganhou uma escala global e há necessidade de se integrar vários atores diferenciados. Os investidores em geral são mais conscientes dos seus direitos e os investidores institucionais assumiram papel bem mais importante. As fontes de financiamentos públicos se restringiram muito e o financiamento privado agora é a regra.

BIBLIOGRAFIA

- AMARAL, P.A. de S. **S.A. Como Era, Como Ficou: Após a Lei 9.457 de 05.05.1997.** São Paulo: Oliveira Mendes, 1998.
- ANDREZO, A.F.; LIMA, I.S. **Mercado Financeiro: Aspectos históricos e conceituais.** São Paulo: Pioneira, 1999.
- ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro.** São Paulo: Atlas, 1999.
- BOLSA de Valores de São Paulo. **Mercado de Capitais: Introdução.** São Paulo: Bovespa, 1998.
- BOLSA de Valores de São Paulo. **Comprar e Vender Ações: Mercado à vista.** São Paulo: Bovespa, 1998.
- BOLSA de Valores de São Paulo. **Perfil: Bolsa de Valores de São Paulo.** São Paulo: Bovespa, 1998.
- Comissão Nacional de Bolsas de Valores. **Introdução ao Mercado de Ações.** 2ª ed., São Paulo: Ação, 1979.
- DRUKER, Peter. **Sociedade Pós-Capitalista.** São Paulo: Pioneira, 1994.
- FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: Produtos e serviços.** 10ª ed., Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
- KUPFER, David; HASENCLEVER, Lia. **Economia Industrial: Fundamentos Teóricos e Práticos no Brasil.** Rio de Janeiro: Campus, 2002.
- MELLAGI FILHO, A.; ISHIKAWA, S. **Mercado Financeiro e de Capitais.** São Paulo: Atlas, 2000.
- BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo, **O mercado de Capitais, sua importância para o desenvolvimento e os entraves que se defronta o Brasil,** São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br
- BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo, **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro,** São Paulo, 2000, disponível em www.bovespa.com.br
- CVM: Comissão de Valores Mobiliários, **A integração das bolsas de valores,** São Paulo, 2001. Disponível em www.cvm.com.br
- Governo Federal, **5 anos de Real, Estabilidade e Desenvolvimento,** Brasília, 1999.
- MISUMI, Jorge.; CAVALCANTE, Francisco. **Mercado de Capitais.** Belo Horizonte: CNBV, 4ª ed., 1998.