

HENRY MAYRHOFER JUNIOR

**PROBLEMAS ATUAIS NO DESENVOLVIMENTO
DO MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL**

Monografia apresentada como requisito parcial para conclusão do Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. José Benedito de Paula

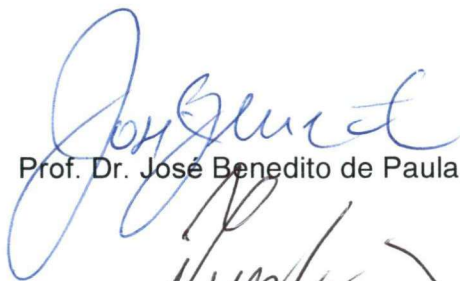
**CURITIBA-PR
NOVEMBRO/2007**

TERMO DE APROVAÇÃO
HENRY MAYRHOFFER JUNIOR

PROBLEMAS ATUAIS NO DESENVOLVIMENTO
DO MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL

Monografia apresentada como requisito parcial para a conclusão do Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná.

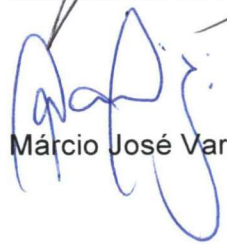
Orientador:



Prof. Dr. José Benedito de Paula



Prof. Luiz Alberto Esteves



Prof. Márcio José Vargas da Cruz

CURITIBA-PR
NOVEMBRO/2006

A Margareth Ribeiro (in memoriam)
Pelo exemplo de fé
Dedico

AGRADECIMENTOS

Primeiramente a Deus por ter me concedido saúde, graça e oportunidade para concluir meus estudos.

A minha esposa, Marinilza e aos meus filhos Robert, Déborah e Felipe, que, apesar de privados de minha atenção e rodeados por um mar de livros, artigos, revistas e periódicos, me apoiaram com paciência e amor.

Agradeço aos meus pais, Henry Mayrhofer e Arai Marinho, por terem me ensinado o caminho da verdade, justiça e honestidade, incentivando-me e apoiando-me incondicionalmente.

Aos meus irmãos, Cláudio e Mariane, que, mesmo de longe, torceram por mim. E às crianças da família, que com sua alegria, energia e juventude, nos fazem seguir em frente.

SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES	vii
RESUMO	viii
1 INTRODUÇÃO	01
2 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.....	05
2.1 CONCEITO.....	05
2.2 ESTRUTURA FUNCIONAL	08
2.2.1 Subsistema normativo	08
2.2.1.1 Instituições Especiais	11
2.2.2 Subsistema operacional	12
2.2.2.1 Instituições bancárias	13
2.2.2.2 Instituições auxiliares do Mercado de Capitais	15
3 O MERCADO DE CAPITAIS	18
3.1 EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	19
3.2 O MERCADO DE AÇÕES	22
3.2.1 O Mercado primário	23
3.2.2 O Mercado secundário	24
3.2.2.1 O mercado de balcão	24
3.2.2.2 O mercado de bolsa	25
3.3 A ABERTURA DE CAPITAL	28
3.3.1 Vantagens de abertura de capital	28
3.3.2 Desvantagens de abertura de capital	30
4 PRINCIPAIS ENTRAVES DO MERCADO ACIONÁRIO	31
4.1 DESEMPENHO DO MERCADO ACIONÁRIO NO BRASIL	31
4.2 O IBOVESPA	36
4.3 O EFEITO DAS TAXAS DE JUROS PARA O INVESTIMENTO	39
4.3.1 As taxas de juros no Brasil	40

4.4 CUSTOS NO MERCADO DE AÇÕES 43

4.4.1 Custos inerentes à abertura de capital 43

4.4.2 Custos de manutenção de empresa na bolsa 45

4.5 TRIBUTAÇÃO E SEUS REFLEXOS NO MERCADO ACIONÁRIO 48

4.6 GOVERNANÇA CORPORATIVA 51

4.6.1 Conceito 51

4.6.2 Teoria da agência 53

4.6.3 Os custos de agência 54

4.6.4 Direitos assimétricos 56

4.6.5 Ambiente legal 57

4.6.6 Mecanismos de Governança Corporativa 61

4.6.6.1 Conselho de Administração 62

4.6.6.2 Estrutura de propriedade 63

4.6.7 Governança Corporativa no Brasil 65

4.6.8 Níveis diferenciados de Governança Corporativa 66

4.6.8.1 Nível 1 de GC da Bovespa 66

4.6.8.2 Nível 2 de GC da Bovespa 67

4.6.8.3 O Novo Mercado 69

4.6.9 O Índice de Governança Corporativa – IGC 70

CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS 71

REFERÊNCIAS 74

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 – Número de empresas listadas na Bovespa – 12/1996 a 12/2006	32
Gráfico 2 – Empresas listadas X Empresas canceladas – 2001 a 2006	33
Tabela 1 – Total geral negociado – Médias diárias 2001 a 2006	34
Gráfico 3 – Participação total dos investidores na Bovespa 2003 a 2006	35
Gráfico 4 – Evolução anual do Ibovespa – real / 1992 a 2006	37
Tabela 2 – <i>Ranking</i> das taxas de juros reais nos principais países – 2005	41
Tabela 3 – Simulação dos custos de emissão pública de ações.....	44
Tabela 4 – Simulação dos custos anuais de manutenção de cia aberta	46
Gráfico 5 – Impostos no Brasil em % do PIB	48

RESUMO

Os investimentos são a base do crescimento de um país. Para que os recursos sejam alocados de forma eficiente, é importante um sistema financeiro bem organizado. O mercado de ações tem papel importante na promoção do investimento e crescimento da poupança apresentando diversas vantagens em relação ao endividamento. Apesar disso, persistem grandes entraves à sua condição de alocador de investimentos. O objetivo deste trabalho é analisar as principais razões da atrofia do mercado acionário brasileiro. Utilizando-se de diversas fontes literárias, são identificados alguns fatores importantes que prejudicam o desempenho do mercado de ações: as altas taxas de juros, alta carga tributária, custos elevados de abertura e manutenção das empresas em bolsa e a fraca proteção aos acionistas minoritários. Buscando aumentar a segurança do investidor, a Bovespa passou a oferecer novas alternativas de listagem. Inspirados na experiência alemã com o *Neuer Market*, foram criados o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa 1 e 2. Conclui-se que o mercado acionário é uma eficiente ferramenta para auxiliar no crescimento do país, porém, apesar dos recentes esforços para a promoção de maior transparência e segurança dos negócios, sua abrangência no Brasil ainda é restrita, devido a fatores conjunturais e estruturais que atuam diretamente como elementos impeditivos do seu crescimento.

Palavras Chave: Investimentos; Mercado de Ações; Governança Corporativa.

1 – INTRODUÇÃO

À medida que se desenvolvem, as empresas precisam de mais recursos. A existência de linhas de financiamento é condição primordial para a realização dos planos de expansão dos negócios e sustentação a longo prazo. A empresa atinge estes objetivos através de duas formas de financiamento: capital próprio e/ou de terceiros.

O financiamento através de capital próprio pode envolver: o aporte de novo capital, originário de crédito ou de poupança pessoal, ou o aporte de capital pela empresa, através do reinvestimento dos lucros gerados pelo negócio. Em qualquer das formas, os acionistas assumem a totalidade do risco do empreendimento e do capital investido.

O financiamento através de capital de terceiros, por sua vez, está relacionado ao endividamento da empresa ou à abertura de capital pela emissão de ações no mercado. Neste caso, ao absorver capitais externos, o empresário está diluindo o seu risco, seja com um novo sócio ou com um intermediário financeiro. No financiamento por endividamento, a captação ocorre através de empréstimos bancários ou com a emissão de títulos, como as debêntures. Isto é feito através da intermediação de instituições financeiras, que viabilizam a mobilização dos recursos obtidos junto ao público para cedê-los aos que dele necessitam. Já no financiamento externo por meio do lançamento de ações, a captação ocorre no mercado de capitais sem a intermediação bancária entre poupadores e investidores.

A opção por fontes externas de financiamento passa a ser necessária, a fim de alcançar condições de crescimento a velocidades superiores à da geração interna de recursos. A captação de recursos através da emissão primária de ações é uma alternativa ao endividamento, representando uma opção frente às modalidades que implicam pagamentos de juros. O aumento de capital amplia a alavancagem da empresa emissora, na medida em que incrementa seu Patrimônio Líquido.

O mercado de ações divide-se em primário e secundário. Esta classificação ressalta a forma como se dá o fluxo de recursos para o financiamento e mostra através de que mecanismos esse fluxo pode ser mantido ou aumentado. É no

mercado primário que a empresa obtém recursos para os seus investimentos, através da subscrição de novas ações pelo público. No entanto, para que os ativos financeiros encontrem colocação no mercado primário, é condição necessária a existência de um mercado secundário organizado e capaz de dar liquidez a esses papéis. Num mercado secundário eficiente, os papéis ganham negociabilidade, o que garante ao comprador original e a qualquer futuro detentor do título a possibilidade de transformar o capital aplicado em dinheiro a qualquer momento. Este é um fator fundamental na decisão do investidor quando compra ações de novos lançamentos.

Diante da posição de destaque que a economia brasileira ocupa dentre as economias emergentes, seu mercado acionário deveria ter uma posição bem superior àquela que vem ocupando. No entanto, ele é pouco expressivo e, muito embora tendo um imenso potencial e apresentando certo grau de desenvolvimento, nunca cumpriu papel proeminente de alavancar recursos para investimentos intensivos em capital. Tanto a obtenção de recursos via mercado primário quanto o benefício da liquidez, ficaram restritos a um número reduzido de empresas. As empresas brasileiras têm sido obrigadas a financiar os seus investimentos basicamente por meio dos lucros retidos, enquanto recursos de longo prazo são fornecidos, geralmente, pelos bancos públicos federais.

A expansão do mercado de ações é limitada por diversos entraves. Como salientado a seguir, além do impacto da taxa de juros, outras diversas explicações tem sido propostas, tais como: o alto custo para as empresas participarem do mercado, pouca liquidez, baixa proteção ao acionista minoritário, alta volatilidade e concentração excessiva, entre outras. Desta forma, o mercado intercala momentos de crescimento e períodos longos de estagnação, com freqüente queda nos volumes negociados e reduções de empresas que negociam seus papéis (BOVESPA, 2007 – *séries históricas*).

Outra questão importante, é que o governo, para colocar sua dívida no mercado, é obrigado a elevar os juros e os investidores passam a preferir esses papéis em detrimento dos títulos privados. É o chamado efeito deslocamento “*crowding-out*”.

Na primeira década do Plano Real, o mercado de ações ficou estagnado e até, sob certo aspecto, retrocedeu. Muitas empresas fecharam o seu capital e saíram da Bolsa de Valores, por não conseguirem realizar a emissão de novas ações para se capitalizar.

Embora a alta inflação tenha sido debelada, persistem obstáculos de natureza institucional, econômica e cultural, que têm inibido e distorcido o desenvolvimento do mercado brasileiro de ações. Evidentemente que estes problemas não restringem exclusivamente o mercado de ações. No entanto, ele é especificamente afetado, visto que a instabilidade afeta os investimentos de forma mais intensa do que as outras atividades, pois esses visam resultados de longo prazo. Nesse contexto, a aplicação de poupanças assume características de curto prazo, não sendo adequada para financiar investimentos (CARVALHO, 2000).

Os juros altos são a principal consequência das incertezas e dos graves desequilíbrios macroeconômicos, especialmente na área fiscal, e refletem os correspondentes prêmios de risco. Como agravante, nos momentos de maior instabilidade, os juros tendem a ter trajetória ascendente. Nessas condições, aplicações de curto prazo tornam-se um competidor para as de longo prazo, oferecendo remuneração e liquidez muito maiores. Assim, a oferta de recursos para investimentos ou disponíveis para o mercado de capitais também sofre redução.

Outra premissa básica para o desenvolvimento do mercado é a transparência: o conhecimento por todos das regras e condições do mercado. No caso do mercado de ações, esse requisito torna-se ainda mais importante, dado o longo prazo dos títulos envolvidos nas negociações. Transparência significa também conhecimento das condições futuras do mercado. Isto requer estabilidade das regras que regulam o mercado. Elas não podem estar sujeitas a mudanças impostas pela política econômica no curto prazo ou subordinada a influências de natureza meramente políticas ou pessoais, por isso a importância da governança corporativa (CARVALHO, 2000).

Um mercado de ações bem desenvolvido colabora para que a gestão das empresas esteja alinhada aos objetivos, tanto de seu administrador quanto do investidor, pois a remuneração de ambos está atrelada à *performance* da empresa e de suas ações. No entanto, na alteração da Lei das Sociedades Anônimas, efetuada em 1997, um dos principais objetivos foi facilitar as privatizações. Para isso, foi dado

grande poder de decisão aos controladores da empresa, em detrimento dos sócios minoritários.

Neste trabalho, pretende-se investigar a razão da baixa eficiência do mercado acionário brasileiro como alternativa de financiamento e viabilizador do investimento, abordando os seguintes pontos:

- a importância do mercado de ações como alternativa de financiamento ao endividamento e como alocador eficiente do investimento;
- o desempenho do mercado acionário brasileiro na história recente;
- os principais obstáculos ao desenvolvimento do mercado de ações no Brasil, focando alguns fatores específicos, tais como: taxa de juros, efeitos da tributação, custos e assimetria de informação no mercado acionário.

A abordagem deste trabalho é essencialmente descritiva. Utilizou-se de diversas fontes especializadas que tratam dos conceitos apresentados, tais como: Mercado Financeiro, Assimetria de informação, Governança Corporativa, Teoria dos Mercados Eficientes e Anomalias, Taxa de Juros, etc. A pesquisa bibliográfica permitiu a construção de um arcabouço conceitual importante para o entendimento de cada um dos tópicos abordados. A metodologia analítica utilizada permite avaliar o desempenho do mercado acionário brasileiro, com o auxílio de dados estatísticos relativos à abertura de capital das empresas e o volume de negociação na Bolsa de Valores.

O trabalho está dividido em quatro capítulos, incluindo esta introdução. O capítulo dois apresenta a estrutura do sistema financeiro nacional, descrevendo as principais instituições dos mercados de crédito e de títulos no Brasil. O capítulo três mostra o desempenho recente do mercado de capitais brasileiro, em especial do mercado acionário, apresentando importantes conceitos para o entendimento de sua estrutura e funcionamento. O capítulo quatro identifica e analisa os principais obstáculos ao desenvolvimento do mercado acionário brasileiro, em especial do mercado secundário, evidenciando o problema da assimetria de informação. Por último, apresenta-se a conclusão e as considerações finais.

2 – SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Este capítulo apresenta uma visão geral do Sistema Financeiro Nacional - SFN, conceituando os vários tipos de instituições financeiras existentes, dando especial enfoque ao mercado de ações. Seu objetivo é possibilitar o entendimento dos conceitos básicos e do funcionamento das Instituições do SFN.

2.1 CONCEITO

De acordo com Carvalho *et al.* (2000, p.249), “O conjunto de mercados financeiros, definidos em função das classes de ativos transacionados, as instituições financeiras participantes, as inter-relações entre eles e os regulamentos e regras de intervenção do poder público na organização e supervisão das operações definem um sistema financeiro”.

Para Fortuna (1999, p.12), o sistema financeiro nacional pode ser conceituado como “[...] um conjunto de instituições que se dedicam, de alguma forma, ao trabalho de proporcionar condições satisfatórias para a manutenção de um fluxo de recursos entre poupadores e investidores”, ou seja, que possibilitam a transferência de recursos dos ofertadores para os tomadores e criam condições para que os títulos tenham liquidez no mercado.

Os tomadores são aqueles que se encontram em posição de déficit financeiro, isto é, pretendem gastar (em consumo e/ou investimento) mais do que sua renda. Eles precisam do complemento de poupanças dos ofertadores, que se encontram em posição de superávit financeiro, pois pretendem gastar menos que sua renda.

Os mercados financeiros são o lócus onde se processam todas as transações financeiras efetuadas com obrigações emitidas por agentes deficitários ou por intermediários financeiros que canalizam recursos para estes. Há vários tipos de mercados, todos regulados por instituições e práticas de funcionamento diferenciadas, de acordo com sua especificidade.

Conforme Carvalho *et al.* (2000, p.240), os mercados financeiros podem distinguir-se um do outro pelos seguintes atributos:

- natureza da transação financeira e contrato resultante;
- identidade de seus participantes;
- disponibilidade da informação envolvida na transação e nas restrições à participação de qualquer parte interessada;
- papel exercido pelas instituições financeiras.

Ao distinguirem-se os mercados pela natureza da transação financeira e do contrato resultante, encontraremos mercados de crédito e mercados de títulos. Nos mercados de crédito as relações são individualizadas e, as duas partes que realizam a transação são identificadas. As obrigações resultantes desta transação, em princípio, são intransferíveis ou inegociáveis, uma vez que os contratos procuram satisfazer a demandas específicas dos tomadores e dos emprestadores em termos de taxas de juros, prazos, garantias, etc. Nos mercados de capitais as transações têm regras mais genéricas, não levando em conta interesses individuais. Segundo Carvalho *et al.* (*apud* OREIRO, 2005, p. 6), “[...] os contratos podem ou não ser negociáveis em mercados secundários, mas obedecem a regras de padronização que tornam os títulos de natureza semelhante substitutos próximos entre si”.

Ambos os mercados (crédito e de capitais) englobam diversos segmentos, obedecendo a diferentes regras. Nos mercados de crédito podemos destacar a existência do crédito de curto-prazo, fornecido principalmente pelos bancos comerciais, e o crédito de longo-prazo que, no caso brasileiro, fornecido quase que exclusivamente pelo BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

Os mercados de títulos são compostos por dois segmentos: o mercado de títulos de propriedade (ações) e o mercado de títulos de dívida. Nos mercados de títulos de propriedade, o agente superavitário se torna sócio do agente deficitário como resultado do processo de financiamento, tendo a possibilidade de compartilhar igualmente dos resultados econômicos do empreendimento que financiou. Nos mercados de títulos de dívida, a cessão de recursos se dá por um prazo determinado e é remunerada por uma taxa de juros que incide sobre o principal

emprestado. Diferentemente do endividamento através do crédito bancário, os títulos de dívida são “contratos padronizados”, ou seja, prevêm as mesmas condições de prazo, juros e garantias para todos os emprestadores. (CARVALHO *et al.*, 2000).

Em relação à identidade dos participantes, os mercados financeiros podem ser divididos em primários e secundários. Os mercados primários são aqueles onde se faz a colocação inicial de um título, ou seja, a sua primeira operação de compra. Os mercados secundários são aqueles criados para permitir a negociação continua de papéis emitidos no passado. Esses mercados são importantes porque dão liquidez aos papéis emitidos no mercado primário. Isso reduz os riscos do investidor, permitindo aos emissores pagar uma remuneração menor ao comprador desses papéis.

Quanto à disponibilidade de informação, os mercados financeiros podem ser divididos em mercados públicos e mercados privados. Os mercados públicos são aqueles que permitem a qualquer participante potencial usufruir, em princípio, das mesmas vantagens que qualquer outro agente. Os termos dos contratos são conhecidos e acessíveis a todos. Os participantes não dispõem de poder de mercado para influenciar os preços e/ou as condições dos contratos, valendo a “lei do preço único”, segundo a qual o mesmo ativo não pode ser vendido a preços diferenciados. O pregão da Bolsa de Valores é um exemplo de mercado público.

Nos mercados privados, ao contrário, as transações são feitas à margem dos mercados públicos em condições que são acordadas de forma bilateral “operações de balcão”. Este mercado permite a coexistência de contratos caracterizados por termos amplamente diferenciados entre si.

Finalmente, no que se refere ao papel exercido pelas instituições financeiras, as transações podem ser intermediadas ou desintermediadas. Uma relação financeira é dita intermediada se uma instituição financeira interpõe suas próprias obrigações no processo de canalização de recursos do prestador último para o tomador último, como no caso dos empréstimos bancários. Desta maneira, o risco de crédito recai sobre o intermediário.

Uma relação financeira é dita desintermediada quando o prestador último retém diretamente as obrigações do tomador final. Um exemplo é a colocação de ações de empresas junto às famílias ou fundos de pensão. Nesse caso, o papel da instituição financeira se limita à promoção da colocação dos papéis, ou seja, às

operações de corretagem de valores. Nesse tipo de transação, o risco de crédito não recai sobre a instituição financeira, pois sua única tarefa é promover o encontro entre emprestadores e tomadores.

A tendência é que as operações desintermediadas sejam mais adequadas quando as informações estão disponíveis de forma mais aberta para todos os interessados, dispensando habilidades específicas para a sua avaliação. As transações que ocorrem nos mercados de capitais são essencialmente dessa natureza.

2.2 ESTRUTURA FUNCIONAL DO SFN

Segundo Carvalho *et al.* (2000, p.311), o sistema financeiro nacional (SFN) possui um elevado grau de sofisticação e é bem diferenciado dos de outros países de igual ou superior nível de desenvolvimento econômico. De acordo com Fortuna (1999), sua estrutura é constituída por dois subsistemas:

- Subsistema normativo: composto pelo conselho monetário nacional (CMN), banco central do Brasil (BACEN), comissão de valores mobiliários (CVM) e pelos agentes especiais do SFN, a saber: Banco do Brasil (BB) e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).
- Subsistema Operacional: constitui-se pelas instituições financeiras públicas ou privadas que atuam no mercado financeiro.

2.2.1 Subsistema normativo

O subsistema normativo regula e controla o subsistema operativo através de normas legais, fiscalizando e regulamentando as atividades do mercado financeiro e de suas instituições por meio do Conselho Monetário Nacional, do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários.

Conselho Monetário Nacional

O Conselho Monetário Nacional é a principal autoridade monetária do sistema financeiro brasileiro. É um órgão colegiado, responsável pela formulação da política da moeda e do crédito. É exclusivamente deliberativo; não tem nenhuma função executiva.

A Lei nº. 4.595/64, conhecida como a Lei da Reforma Bancária, que estruturou o sistema financeiro, estabeleceu, como finalidade do CMN a formulação da política da moeda e do crédito, objetivando o desenvolvimento sócio-econômico do país. O art. 3º da Lei estabelece como competência do Conselho Monetário Nacional:

- adaptação do volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia e ao seu processo de desenvolvimento;
- melhor utilização dos recursos de moeda estrangeira, buscando o equilíbrio do balanço de pagamentos e regulando o valor externo da moeda;
- aprimoramento das instituições e dos instrumentos, visando a uma maior eficiência na mobilização de recursos para atividades produtivas;
- zelo pela liquidez e solvência das instituições financeiras;
- coordenação das políticas monetária, creditícia, fiscal, orçamentária e da dívida pública.

Banco Central do Brasil

O Banco Central do Brasil, autarquia federal integrante do sistema financeiro nacional (SFN), foi criado com a promulgação da lei nº 4.595/64. É o órgão executor das políticas monetária, creditícia e cambial do país. Um dos objetivos básicos do Banco Central é a promoção da estabilidade do poder de compra da moeda brasileira.

De acordo com Fortuna (1999), o “banco dos bancos” realiza operações de controle e apoio para os bancos comerciais, tais como: manter contas nas quais são depositadas reservas do sistema bancário; fornecer crédito às Instituições com necessidades transitórias de liquidez; intervir, em caso de problemas maiores, como

emprestador de última instância; administrar a Câmara de Compensação e controlar e fiscalizar, com poderes de liquidar e fazer cumprir a boa ordem bancária. É soberano sobre os bancos comerciais e instituições financeiras, consórcios e outros.

Fazem parte de suas atividades administrar e controlar as taxas de juros e o dólar, conseguindo com isto importante participação no controle da inflação.

Parte das funções do Banco Central são:

- executar a política monetária ao efetuar o controle e regulação do crédito.
- assessorar economicamente o governo;
- executar a política cambial, mantendo ativos em ouro e moeda estrangeira para atuação nos mercados de câmbio, contribuindo para a estabilidade da moeda.

Comissão de Valores Mobiliários

Outro órgão normativo do sistema de intermediação financeira é a CVM. Vinculada ao ministério da fazenda, é especificamente voltada ao desenvolvimento, à disciplina e à fiscalização do mercado de valores mobiliários, não emitidos pelo sistema financeiro e pelo tesouro nacional; ou seja, trata basicamente do mercado de ações e debêntures, estimulando a aplicação de poupança no mercado acionário, assegurando o eficiente e regular funcionamento de bolsas de valores e instituições auxiliares. (FORTUNA, 1999).

É uma entidade auxiliar, autárquica, autônoma e descentralizadora, mas vinculada ao Ministério da Fazenda. É administrada por um presidente e quatro diretores nomeados pelo Presidente da República. Funciona como um órgão de deliberação, segundo o Regimento Interno aprovado pelo Ministro da Fazenda.

Segundo o Manual de Normas e Instruções do Banco Central, seus objetivos fundamentais são estimular a aplicação de poupança no mercado acionário, assegurar o funcionamento eficiente e regular das Bolsas de Valores e instituições auxiliares que operem nesse mercado e proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e outros tipos de atos ilegais, que manipulem preços de valores mobiliários nos mercados primários e secundários de ações.

A competência da CVM abrange:

- regular, segundo os ditames da política definida pelo CMN, as matérias previstas na lei das sociedades por ações (Lei 6.404/76);
- administrar registros instituídos pela lei citada, registro de empresas para negociação de suas ações no mercado, registro de auditores independentes e consultores, analistas de Valores Mobiliários etc.;
- fiscalizar a emissão e distribuição dos valores mobiliários no mercado, sua negociação e intermediação, a negociação e funcionamento das Bolsas de Valores, a administração e custódia de títulos e valores mobiliários;
- realizar a auditoria das companhias abertas, os serviços de consultores e analistas de valores mobiliários;
- proceder à veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem e aos valores nele negociados;
- propor ao CMN limites máximos de preços, emolumentos e qualquer outro rendimento cobrado pelos intermediários financeiros;
- fiscalizar as companhias abertas.

2.2.1.1 Instituições Especiais

Banco do Brasil

O Banco do Brasil, segundo Assaf Neto (2005), teve uma função típica de autoridade monetária até janeiro de 1986, quando, por decisão do Conselho Monetário Nacional, foi suprimida a conta-movimento, que colocava o Banco do Brasil na posição privilegiada de banco co-responsável pela emissão de moeda.

Com a reforma de 1986, e as definições de papéis do Banco Central, o Banco do Brasil passou a operar praticamente nos mesmos padrões de um banco comercial comum, sendo considerado o líder do sistema dos bancos comerciais, cuja finalidade é a captação de recursos para financiamento a curto prazo.

Atualmente, o Banco do Brasil é um banco múltiplo, embora ainda opere, em muitos casos, como agente financeiro do Governo Federal. É o principal executor da política oficial de crédito rural. Conserva, ainda, algumas funções que não são próprias de um banco comercial comum como, por exemplo, a Câmara de Compensação de cheques e outros papéis. Suas principais funções:

- executor principal dos serviços bancários, por delegação do BCB;
- arrecadador dos depósitos voluntários das instituições financeiras;
- executor principal da política do comércio exterior;
- difusor e orientador da política creditícia oficial.

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES

O BNDES é o líder do sistema dos bancos de fomento e principal órgão de execução da política de investimentos de longo prazo do Governo Federal. Fundado em 1952, como autarquia federal, atua como uma empresa pública ligada ao ministério do planejamento. É o principal órgão de execução da política de investimentos do Governo Federal e exerce a função de apoio aos investimentos estratégicos ligados ao desenvolvimento do país, fortalecendo as empresas privadas nacionais. Seus objetivos básicos são:

- impulsionar o desenvolvimento econômico e social do país;
- fortalecer o setor empresarial nacional;
- atenuar os desequilíbrios regionais, criando novos pólos de produção;
- promover o desenvolvimento integrado das atividades agrícolas, industriais e de serviços;
- promover o crescimento e a diversificação das exportações.

Para a consecução desses objetivos, conta com um conjunto de fundos e programas especiais de fomento como, por exemplo, Finame, Finem, Funtec e Finac. Após o Plano Collor, o BNDES ficou encarregado de gerir todo o processo de privatização das empresas estatais.

O BNDES tem gerenciamento direto sobre recursos próprios, decorrentes de empréstimos e doações de entidades nacionais e estrangeiras, além de organismos internacionais, como o Banco Interamericano de Desenvolvimento – BID. Dessa forma, constitui-se no principal instrumento de execução da política de financiamento do Governo Federal, liberando repasses a bancos de investimentos e desenvolvimento, e companhias estaduais e regionais de desenvolvimento.

2.2.2 Subsistema Operacional

O subsistema operacional é constituído pelas instituições financeiras públicas ou privadas que atuam no mercado financeiro.

Fazem parte deste sistema os bancos múltiplos, os bancos comerciais, bancos de investimentos, caixas econômicas, companhias de crédito, financiamento, investimento e desenvolvimento, companhias de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimo.

De acordo com Carvalho *et al.* (2000), podemos dividir o sistema operacional em instituições bancárias e não-bancárias ou auxiliares do mercado de capitais.

2.2.2.1 Instituições Bancárias

São as instituições depositárias, nome ligado a sua aceitação de depósitos para a concessão de empréstimos.

Dentro das instituições bancárias, encontramos os bancos comerciais, que são instituições monetárias pelo poder de criar moeda escriturai. Recebem depósitos à vista em contas de movimento ou a prazo e efetuam empréstimos de curto prazo sob diversas formas, inclusive descontando títulos. Prestam serviços como de cobrança e de transferência de fundos; obtêm recursos externos e em instituições oficiais para repasse; realizam operações de crédito rural, de câmbio e comércio internacional.

As Caixas Econômicas também podem receber depósitos à vista além dos depósitos em caderneta de poupança. Operam no crédito direto ao consumidor, no empréstimo sob garantia de penhor industrial e caução de títulos e detêm o monopólio do empréstimo sob penhor de bens pessoais.

Os Bancos Cooperativos são autorizados a funcionar pelo Banco Central como bancos comerciais na forma de S.A. de capital fechado, com a participação de cooperativas singulares, centrais, federações e confederações de cooperativas de crédito, com atuação restrita ao Estado de sua sede. Podem operar como bancos comerciais, inclusive levantar recursos externos.

Os Bancos de Desenvolvimento, que podem ser regionais, BRDE, BNB, BASA, ou estaduais, são voltados para o desenvolvimento econômico e social da região. Atuam como agentes financeiros do BNDES.

Dentro das instituições bancárias, encontramos os Bancos de Investimento, entidades privadas especializadas em operações de participação ou financiamento a médio e longo prazo de capital fixo ou de giro e que atuam no mercado de capitais. Além de capitais próprios, podem captar recursos de terceiros, do exterior e operam como agentes financeiros do BNDES. Podem oferecer vários serviços: *leasing* financeiro; administrar fundos de investimentos e de ações; operações de lançamento de títulos no mercado local e no exterior; assessoram o mercado em operações de fusões, cisões e aquisições de empresas.

A forma mais comum de operação de um banco de investimento é pela subscrição de papéis que são colocados no mercado pela primeira vez. Nesta operação, o banco compra títulos, adiantando recursos para os tomadores (emissores), e mantendo os papéis em carteira para posterior colocação no mercado, quando as condições forem favoráveis.

A remuneração principal de um banco de investimento é dada pela diferença entre seus preços de compra e de venda.

O risco principal a que um banco de investimento está sujeito é o risco de mercado, que consiste na probabilidade de que o banco superestime as possibilidades futuras de absorção pelo mercado dos papéis retidos em carteira. Isto porque o próprio banco de investimento pode se ver numa situação em que a subscrição de determinada emissão tenha que se dar em uma data que não seja aquela mais favorável para a instituição financeira colocar suas próprias obrigações. Neste caso, o banco teria duas alternativas: manter o papel mais tempo em carteira que o planejado, impedindo-o de recuperar sua liquidez e, portanto, realizar novas operações, ou liquidar os títulos aceitando perdas. Esses riscos crescem com o grau de volatilidade dos mercados.

Para Carvalho *et al.* (2000), dentre as principais funções dos bancos de investimento estão:

- a) financiar o capital fixo das empresas;
- b) promover o financiamento de bens exportáveis à produção;
- c) proceder aos repasses de empréstimos obtidos no exterior;
- d) repasses de recursos de instituições financeiras oficiais;
- e) repasses de recursos de instituições financeiros oficiais, prestar garantia em empréstimos decorrentes do exterior ou realizados no próprio país.

2.2.2.2 Instituições Auxiliares do Mercado de Capitais

Bolsas de Valores

Associações civis sem fins lucrativos¹, cujo patrimônio é formado por títulos pertencentes às sociedades corretoras membros. Possuem autonomia financeira, administrativa e patrimonial, mas está sujeita a supervisão da CVM e às diretrizes do CMN. Entre os seus objetivos principais estão:

- Manter local adequado à realização, entre corretoras, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários;
- Estabelecer sistema de negociação que assegure a continuidade das cotações e a plena liquidez do mercado;
- Fiscalizar o cumprimento das disposições legais e regulamentares que disciplinam as operações da bolsa;
- Dar ampla e rápida divulgação as operações efetuadas em pregão;

¹ No início de 2006, a Bovespa ainda era uma associação sem fins lucrativos. Mas, atenta à tendência mundial, e com o objetivo de responder aos novos desafios do mercado de capitais brasileiro e ao aumento da competição internacional, a Bovespa resolveu, neste mesmo ano dar início à sua desmutualização - processo que leva à abertura de capital das Bolsas de Valores.

Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários – CCVM

São instituições típicas do mercado acionário, cuja principal função é a de promover a aproximação entre compradores e vendedores de títulos e valores mobiliários, através de operações realizadas no pregão das bolsas. As principais atividades das CCVM são:

- operar com exclusividade nos recintos das bolsas de valores e de mercadorias;
- efetuar lançamentos públicos de ações (underwriting);
- encarregar-se da administração de carteiras e da custódia de títulos e valores mobiliários;
- instituir, organizar e administrar fundos de investimentos;
- intermediar operações no mercado de câmbio;
- operar no mercado aberto (open market).

Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – DTVM

São instituições com atividade operacional mais restrita que as corretoras, uma vez que não têm acesso as bolsas de valores e mercadorias. Suas principais atividades são:

- subscrever, isoladamente ou em consórcios, a emissão de títulos e valores mobiliários para revenda;
- intermediar a colocação de emissões de capital no mercado;
- operar no mercado aberto, desde que atenda as exigências do BC;
- instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimentos.

Agentes Autônomos de Investimentos

São pessoas físicas credenciadas por instituições que operam no mercado financeiro (SCI, BI, CCVM, DTVM) para desempenhar por sua conta e ordem, algumas das atividades que lhe são próprias.

Investidores Institucionais

Podem ser agrupados em: fundos mútuos de investimentos, entidades fechadas de previdência privada, fundações e seguradoras.

- Fundos mútuos de investimentos: constituídos sob a forma de condomínio aberto, representam a união de recursos de valores mobiliários, com o objetivo de propiciar a seus condôminos a valorização de quotas, a um custo global mais baixo, ao mesmo tempo, tais recursos se constituem fonte para investimento em capital permanente das empresas.
- Entidades fechadas e abertas de previdência privada: instituições restritas a determinado grupo de trabalhadores, mantidas pela contribuição periódica de seu patrimônio, são obrigadas a aplicar parte de suas reservas técnicas no mercado acionário.
- Fundações e Seguradoras: instituições financeiras também obrigadas a aplicar parte de suas reservas técnicas no mercado acionário.

Além destas principais, existem outras instituições desenvolvendo atividades no mercado financeiro como, no caso do Brasil, as companhias de seguros, empresas de arrendamento mercantil e de *factoring*.

Dada a visão geral do sistema financeiro nacional e tendo-se apresentado a conceituação e as principais funções das instituições, o capítulo a seguir, tratará mais especificamente do mercado de capitais e em especial do mercado de ações.

3 – O MERCADO DE CAPITAIS

O objetivo deste capítulo é apresentar os principais conceitos e funções do mercado de capitais, e sua evolução recente. Dentro deste segmento, procura-se enfatizar o mercado de ações brasileiro.

De acordo com Mello (1979), o Mercado de Capitais é uma rede formada pelas Bolsas de Valores e instituições financeiras (bancos de investimento, corretoras e seguradoras), que negociam papéis (ações e títulos) em longo prazo. Possui funções de transformação e apoio, tais como:

- conversão de ativos líquidos em investimentos fixos, procurando atender as necessidades específicas de poupadores e investidores;
- transformação dos prazos das operações, conciliando o desejo do poupador de oferecer recursos de curto prazo com a necessidade dos investidores de obter recursos de médios e longos prazos;
- capacidade de transformar pequenos e médios montantes de capital acumulados gradativamente por diferentes poupadores, em grandes e consolidados montantes de capital;
- transformação de riscos, permitindo uma diluição de diferentes graus de risco de aplicações específicas, por meio de uma composição de risco razoável e relativamente baixo;
- agilização do processo de transferência de recursos facilitando a criação de ativos padronizados;
- capacidade de obter um grau aceitável de divulgação de informações no que concerne à oferta e demanda dos recursos, servindo tanto para os poupadores quanto para os investidores.

O Mercado de Capitais representa um importante canal de financiamento de médio e longo prazo para as empresas, atuando como um dos principais agenciadores do processo de formação de capital e contribuindo para melhorias estruturais no modo de produção das mesmas.

As operações de mercado de capitais são em geral muito mais atrativas do que os financiamentos tradicionais, já que os menores custos proporcionados pela

desintermediação financeira e a maior rapidez nas transações trazem aos investidores maior autonomia nas decisões e a possibilidade de melhores rendimentos.

3.1 EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Conforme Carvalho *et al.* (2000), até os anos 60 os brasileiros investiam principalmente em ativos reais (imóveis), evitando aplicações em títulos públicos ou privados. A um ambiente econômico de inflação crescente - principalmente a partir do final da década de 1950 - se somava uma legislação que limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros, a chamada Lei da Usura, também limitando o desenvolvimento de um mercado de capitais ativo.

Essa situação começou a se modificar quando o Governo empossado em 1964 iniciou um programa de grandes reformas na economia nacional, dentre as quais figurava a reestruturação do mercado financeiro. Disso resultaram diversas modificações no mercado acionário, tais como: a reformulação da legislação sobre Bolsa de Valores, a transformação dos corretores de fundos públicos em Sociedades Corretoras, forçando a sua profissionalização, a criação dos Bancos de Investimento, a quem foi atribuída a principal tarefa de desenvolver a indústria de fundos de investimento.

Com a finalidade específica de regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, as Bolsas de Valores, os intermediários financeiros e as companhias de capital aberto, funções hoje exercidas pela CVM, foi criada na estrutura do Banco Central, a Diretoria de Mercado de Capitais. Ao mesmo tempo, foram introduzidos alguns incentivos para a aplicação no mercado acionário, dentre os quais destacam-se os Fundos Fiscais 157, criados pelo Decreto Lei nº 157, de 10.02.1967. Estes fundos permitiam aos contribuintes utilizar uma 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.

Com o grande volume de recursos migrando para o mercado de acionário, houve um rápido crescimento da demanda por ações pelos investidores, sem que houvesse aumento simultâneo de novas emissões de ações pelas empresas. Isto

desencadeou o "*boom*" da Bolsa do Rio de Janeiro quando, entre dezembro de 1970 e julho de 1971, houve uma forte onda especulativa e as cotações das ações não pararam de subir. Após alcançar o seu ponto máximo em julho de 1971, iniciou-se um processo de realização de lucros pelos investidores mais esclarecidos e experientes, através da venda maciça de suas posições. O quadro foi agravado progressivamente, quando novas emissões começaram a chegar às bolsas, aumentando a oferta de ações, em um momento em que muitos investidores, assustados com a rapidez e a magnitude do movimento de baixa, procuravam vender seus títulos. O movimento especulativo, conhecido como "*boom* de 1971", teve curta duração, mas suas conseqüências foram vários anos de mercado deprimido, pois algumas ofertas de ações de companhias extremamente frágeis e sem qualquer compromisso com seus acionistas, ocorridas no período, geraram grandes prejuízos e mancharam de forma surpreendentemente duradoura a reputação do mercado acionário. Apesar disso, notou-se uma recuperação das cotações, a partir de 1975, devido a novos aportes de recursos (as reservas técnicas das seguradoras, os recursos do Fundo PIS/PASEP, adicionais dos Fundos 157 e a criação das Sociedades de Investimento através do Decreto Lei nº 1401 para captar recursos externos e aplicar no mercado de ações), além de maiores investimentos por parte dos Fundos de Pensão.

Ao longo do tempo, vários outros incentivos foram adotados visando incentivar o crescimento do mercado, tais como: a isenção fiscal dos ganhos obtidos em bolsa de valores, a possibilidade de abatimento no imposto de renda de parte dos valores aplicados na subscrição pública de ações decorrentes de aumentos de capital e programas de financiamento a juros subsidiados efetuados pelo BNDES - Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social aos subscritores de ações distribuídas publicamente.

Foi dentro desse quadro de estagnação e tentativa de recuperação do mercado acionário que, em 1976, foram introduzidas duas novas normas legais, ainda em vigor: a Lei nº 6.404/76, denominada de Lei das Sociedades Anônimas, que visou modernizar as regras que regiam as sociedades anônimas, até então reguladas por um antigo Decreto-Lei de 1940, e a Lei nº 6.385/76, segunda Lei do Mercado de Capitais que, entre outras inovações, criou a CVM, uma instituição

governamental destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as Bolsa de Valores e as companhias abertas. Não obstante todos esses incentivos, o mercado de capitais não teve o crescimento esperado, ainda que tivesse havido um aumento na quantidade de companhias abrindo seu capital e um volume razoável de recursos captados através de ofertas públicas de ações ao longo da década de 1980.

A partir de meados da década de 1990, com a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira, aumentou o número de investidores estrangeiros interessados no mercado de capitais local. Além disso, algumas empresas brasileiras começam a acessar o mercado externo através da listagem de suas ações em bolsas de valores estrangeiras sob a forma de ADR's - *American Depositary Receipts*, com o objetivo de se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no exterior. Ao listar suas ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela SEC - *Securities and Exchange Commission*, órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, os chamados "princípios de governança corporativa". Nesse contexto, as empresas brasileiras começam a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas que as aplicadas no mercado brasileiro. Ao número crescente de investidores estrangeiros soma-se uma maior participação de investidores institucionais brasileiros de grande porte e mais conscientes de seus direitos.

Com o passar do tempo, o mercado de capitais brasileiro passou a perder espaço para os mercados internacionais, principalmente o norte americano, devido à falta de proteção ao acionista minoritário e a incertezas em relação às aplicações financeiras. A falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias influenciavam a percepção de risco e, conseqüentemente, aumentavam o custo de capital das empresas.

Algumas iniciativas institucionais e governamentais foram implementadas nos últimos anos com o objetivo de revitalizar o mercado brasileiro de capitais, aperfeiçoando-se a sua regulamentação, e assegurando-se maior proteção ao

investidor e a melhoria das práticas de governança das empresas brasileiras. Destacam-se entre elas a aprovação da Lei nº 10.303/01 e a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), assunto que será analisado no Capítulo 4.

3.2 O MERCADO DE AÇÕES

Um dos principais segmentos do mercado de capitais é o mercado de valores mobiliários, o qual abrange a emissão de títulos como ações, bônus de subscrição, debêntures, notas promissórias para distribuição pública, derivativos e outros. O mercado de ações constitui, portanto, um subconjunto do mercado de valores mobiliários, o qual, por sua vez, constitui um subconjunto do mercado de capitais, parte do todo: o mercado financeiro.

Entende-se por ação um título negociável que representa a menor parcela em que se divide o capital de uma sociedade anônima. São certificados que conferem ao seu possuidor uma parcela de participação na empresa. Esse título pode ser transferido a qualquer tempo pelo proprietário. As ações podem ser divididas em:

- Ordinárias: dão direito a voto, ou seja, confere a seus proprietários (acionistas) poderes para participar da administração real da empresa, e suas responsabilidades são de acordo com o montante de ações que possuem.
- Preferenciais: não dão direito a voto, porém, têm prioridade no recebimento de dividendos ou reembolsos de capital, em caso de dissolução da empresa.

No que se refere à forma de circulação, as ações podem ser classificadas em três tipos:

1. nominativas: são representadas por cautelas (certificados) e trazem o nome do investidor registrado no livro das ações nominativas.
2. nominativas endossáveis: registram somente o nome do primeiro acionista, sendo as transferências de titularidade registradas por intermédio de endosso na própria cautela.
3. escriturais: são ações nominativas emitidas sem a sua própria cautela. Essas ações têm seu controle executado por uma instituição que é a *fiel depositária* das ações da companhia, a qual mantém uma conta de depósito em nome de seus proprietários. (BOVESPA).

O mercado de ações possibilita que uma empresa ganhe condições de obter novos recursos não exigíveis (a empresa não tem obrigação de comprar novamente as ações), como contrapartida à participação no seu capital. Com os recursos necessários, as empresas têm condições de investir em novos equipamentos ou no desenvolvimento de pesquisas, melhorando seu processo produtivo, tornando-se mais eficiente e beneficiando a sociedade como um todo.

O mercado de ações está subdividido em dois mercados: o primário e o secundário.

3.2.1 O Mercado Primário

O mercado primário é onde se negocia a subscrição (venda) de novas ações ao público, resultante de emissões de capital efetuadas pelas empresas. É nesse mercado que se dá a captação dos recursos novos de que as empresas necessitam para o financiamento de projetos de investimento.

A Comissão de Valores Mobiliários determina que nenhuma empresa pode vender diretamente as suas ações no mercado quando a emissão é pública. Dessa forma, se faz necessária a intermediação de uma instituição financeira por meio das operações de *underwriting*.

Segundo a BOVESPA, no mercado primário brasileiro, com exceção do ano de 1996, as emissões de ações primárias mostraram-se sem muitas alterações no volume de emissões de títulos. Houve um período crítico entre mar-2003 e mar-2004 onde não houve emissões. No final de 2004, observou-se uma recuperação das emissões.

O grande sucesso no número de emissões em 1996, que chegou ao recorde de R\$ 7.998 bilhões em maio/1996, pode ser explicado pela adoção de uma política monetária com vistas à retomada do crescimento econômico por meio de uma redução gradual das taxas de juros e de estímulo à oferta de crédito, tendo como cenário a crescente inserção internacional do país, sem perder de vista a necessária manutenção da estabilidade da moeda. Aliado a estes objetivos o Comitê de Política Monetária (COPOM) passou a garantir maior transparência nas decisões de política monetárias, atraindo um maior número de empresas e investidores ao mercado de capitais.

Em 1997, houve significativa redução das emissões de ações no mercado primário, acompanhada de uma fuga do mercado de curto prazo, em decorrência da cobrança da CPMF, que teve forte impacto negativo sobre a sua rentabilidade. A partir do ano 1997, as emissões primárias mensais não passaram de R\$ 2 bilhões, significando uma grande fuga das empresas para financiamento via outros mercados.

No ano de 2004, principalmente no segundo semestre, após longo período de baixas emissões em relação ao ano de 1996, o mercado volta a apresentar sinais de confiança.

3.2.2 O Mercado Secundário

Os mercados secundários são os canais através dos quais os investidores podem comprar e vender ações entre si, sem a participação direta da empresa que emitiu inicialmente essas ações. Em outras palavras, os mercados secundários são aqueles nos quais os investidores podem transferir o comando de suas ações para outros indivíduos.

As transações que ocorrem nesses mercados não geram recursos para o financiamento dos projetos de investimento das empresas, muito embora a existência de tais mercados seja de importância fundamental para conferir liquidez às ações emitidas por uma empresa e, dessa forma, para aumentar a atratividade do investimento em ações no mercado primário.

Os mercados secundários de ações podem ser de dois tipos: mercados de balcão e bolsas de valores.

3.2.2.1 Mercado de Balcão

O mercado de balcão é um mercado organizado de títulos, cuja negociação não se faz em local determinado, mas sim por telefone. No Brasil, o funcionamento do mercado de balcão é regulamentado desde março de 1996 pela SOMA (Sociedade Operadora do Mercado de Acesso), em função da normatização instituída pela Comissão de Valores Mobiliários.

As principais características do mercado de balcão são a ausência de um local de negociação centralizado fisicamente e a ausência de divulgação massificada de informações de preço, de forma que cada operação tem pouca influência nas negociações seguintes.

3.2.2.2 Mercado de Bolsa

O mercado de bolsa, por sua vez, é aquele no qual se compram e se vendem ações, e no qual os clientes (compradores e vendedores) e as instituições do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários viabilizam a negociação com títulos e valores. Este é o principal mercado secundário, visto que, uma das principais funções da Bolsa de Valores é dar liquidez a investimentos em ações e, desse modo, permitir que um investimento ilimitado no tempo possa ser transformado em recursos imediatamente disponíveis. Graças a esse mecanismo é possível desenvolver o mercado de ações e realizar investimentos de longo prazo. As principais características desse mercado são as seguintes:

- livre concorrência e pluralidade de participações;
- homogeneidade de produto;
- transparência na fixação de preço, a qual é obtida fundamentalmente pela realização dos pregões públicos nos quais as ações são livremente compradas e vendidas e os preços de cada transação são informados a todos os participantes do mercado.

Sobre as transações realizadas no mercado secundário incidem os seguintes custos:

- a) taxa de corretagem: cobrada pela instituição prestadora do serviço de executar as ordens de compra e venda de ações.
- b) taxa de serviço: representa um valor fixo cobrado pelas instituições conforme a sua estrutura de custos.
- c) emolumentos.
- d) taxa de custódia: cobrada a cada compra de ações.

Na bolsa de valores, as ações podem ser negociadas através do “pregão em viva voz”, ou por meio de sistemas eletrônicos, os quais permitem que as sociedades corretoras cumpram as ordens dos clientes diretamente dos seus escritórios. No sistema eletrônico de negociação, as ordens de compra e de venda são feitas por intermédio de terminais de computador. O encontro das ofertas e o fechamento dos negócios são realizados automaticamente por computadores. De acordo com Pinheiro (*apud* OREIRO, 2005, p. 44), no Brasil os sistemas eletrônicos utilizados são:

- *Mega Bolsa*: sistema implantado em 1997 para atender ao crescimento do mercado e às perspectivas de globalização. É utilizado pela bolsa de valores de São Paulo, onde as ofertas de compra e venda de ações são realizadas por terminais de computador, havendo um encontro automático das mesmas.
- *Home Broker*: sistema que permite a negociação de ações via Internet. O *home broker* é interligado ao sistema de negociação da BOVESPA e permite que sejam enviadas ordens de compra e de venda através do *site* das corretoras na Internet. Para negociar via *home broker* é necessário que o investidor seja cliente de uma corretora membro do Bovespa e que possua o sistema.

Já o sistema de negociação em viva-voz na Bolsa de Valores de São Paulo terminou oficialmente no dia 30 de setembro de 2005. Foi o desfecho de um processo relativamente rápido de substituição do sistema de negociação tradicional, porém arcaico, pelo sistema eletrônico, o qual teve início a partir de 1998. Nesse ano, 69,45% das negociações do Bovespa foram realizados por intermédio do sistema de viva-voz ao passo que apenas 30,55% foram realizadas pelo sistema eletrônico. No ano seguinte o percentual de negociações realizadas por intermédio do viva-voz havia se reduzido para 49,77%, apresentando redução acelerada desde então. Em 2004, apenas 0,36% das negociações na Bovespa foram feitas pelo sistema viva-voz.

3.3 A ABERTURA DE CAPITAL

Em um cenário globalizado, com alto grau de competição, as empresas não podem depender apenas de recurso próprios ou de crédito bancário para financiar sua expansão. Assim, a abertura de seu capital se torna uma opção, que pode ser vantajosa, por reduzir o custo do capital.

Basicamente, abrir o capital, ou participar de uma IPO – *Initial Public Offering*, é o processo pelo qual uma empresa pertencente a um ou mais indivíduos é convertido num negócio pertencente a muitos. Isto envolve ofertar parte da propriedade da empresa para o público através de venda de ações.

Para a abertura de capital é exigido um processo de reestruturação interna da empresa, que implica em mudanças na estrutura organizacional, com a constituição dos conselhos fiscal e de administração, na discriminação de um estatuto que irá reger a sociedade e na conseqüente adoção de procedimentos internos de registro de informação e de distribuição de resultados.

A abertura de capital de uma empresa no mercado de ações pode ser de duas maneiras: subscrição pública (*underwriting*) ou privada.

Na opção de *underwriting* é que se dá a captação de novos recursos pela empresa, ou seja, um aumento do patrimônio líquido da mesma. Esta transação não é feita na Bolsa de Valores e sim diretamente com grandes instituições de investimento. Segundo a BOVESPA: “*Underwriting* é um esquema de lançamento de ações mediante subscrição pública, para o qual uma empresa encarrega um intermediário financeiro, que será responsável por sua colocação no mercado de ações”. Já que as empresas não podem vender ações diretamente em uma Oferta Pública Inicial (IPO). A regulamentação em vigor exige que uma instituição financeira ou um grupo de instituições financeiras assumam a coordenação do processo.

Outra operação de subscrição pública seria o chamado *Block Trade*. Esta alternativa permite a empresa abrir seu capital lançando ações junto ao público, através da colocação no mercado de um lote de ações, geralmente de certa magnitude, pertencente a um acionista ou a um grupo de acionistas. As poupanças dos investidores não são canalizadas para o caixa da empresa, e sim para o caixa dos acionistas. É uma operação de mercado secundário. Este tipo de operação, na

medida que torna a empresa mais conhecida no mercado pode fazer parte de uma estratégia de *marketing* auxiliando assim na captação de recursos via emissão de novas ações, no que diz respeito à valorização no mercado.

Por outro lado, a abertura privada de capital significa um lançamento de ações somente entre os sócios já existentes, ou seja, a empresa lança novas ações sem acrescentar ou modificar a parte societária. A captação de recursos é somente interna.

Para que a empresa possa abrir seu capital, é necessário que haja um estudo bem detalhado de alguns aspectos que podem influenciar na valorização de suas ações no mercado. Alguns destes fatores envolvem a análise dos seguintes pontos, dentre outros: verificar a existência de um clima de confiança nos resultados da economia; observar se o país está passando por uma estabilidade política; se a inflação está controlada e se há um mercado secundário que garanta a liquidez e confiança nas operações dos seus títulos.

3.3.1 Vantagens da abertura de capital

Ao abrir o capital, a empresa passa por inúmeras transformações, devido a exigências impostas para sua manutenção no mercado. Estas transformações acabam por trazer algumas vantagens para a empresa frente ao mercado.

Em primeiro lugar, ao investir em seus projetos, a empresa aumenta a sua capacidade competitiva, o que lhe permite dividir o risco do negócio com novos sócios. fortalecer-se através do desenvolvimento de novas fontes de obtenção de recursos, criar maior liquidez para o patrimônio dos seus acionistas e aumentar a capacidade de endividamento, consolidando a sua imagem institucional junto aos segmentos financeiros.

A capitalização via emissão de ações traz também outra vantagem, que é a solução para o problema das sucessões. Geralmente, as empresas apresentam uma estrutura familiar, ou de poucos sócios, o que dificulta a passagem da sociedade para novos sócios ou nova divisão do patrimônio. No caso da empresa de capital aberto no mercado de ações, se determinado acionista desejar sair da empresa ele simplesmente vende suas ações em bolsa de valores. De acordo com Assaf Neto (2005), “[...] A abertura de capital pode também permitir arranjos societários para a

solução de conflitos internos de controle acionário determinados, por exemplo, pela saída de um acionista com participação expressiva no capital, ou problemas sucessórios bastante comuns em empresas familiares”.

A crescente transparência na administração da empresa desencadeia um processo de profissionalização, que eleva a eficiência administrativa, criando a imagem de empresa competente, séria, bem administrada e prestadora de bons serviços.

O dinheiro oriundo de emissão de ações será pago ao investidor através da distribuição de dividendos e da retenção de lucros. É interessante ressaltar que se a empresa operar com prejuízos não pagará dividendos aos seus acionistas. Entretanto, isso poderá acarretar a desvalorização de suas ações na Bolsa de Valores, dificultando novas tomadas de financiamentos para seus projetos.

Mello (1979), afirma que é possível obter vantagens para a sociedade, pois à medida que o mercado de ações viabiliza investimentos nos diversos setores da economia e estes investimentos refletem na sociedade como forma de melhoria de vida, ele acaba por influenciar no crescimento econômico do país.

A capitalização das empresas via mercado acionário, em contraste com a alternativa do levantamento de recursos através de empréstimos, induz a uma participação ativa do poupador nos riscos e nos resultados da atividade produtiva, ao invés de exclusivamente direitos à renda monetária sob a forma de juros. Desta forma, o valor do patrimônio das empresas é representado e repartido por um grande número de parcelas ou unidades de ativo financeiro, possibilitando maior flexibilidade de transmissão de direitos, devido a uma maior diluição da propriedade do capital privado. A pulverização da propriedade acionária pode conduzir diretamente ou indiretamente a uma maior participação social nos lucros gerados pelo desenvolvimento advindos do crescimento das empresas.

O mercado de ações pode ser um instrumento eficiente de poupança e investimento, que concorre para o encaminhamento da solução de diversos problemas econômicos, especialmente quando estes interessam mais diretamente à sociedade como um todo. Portanto, um melhor desempenho das empresas no mercado, através da abertura de capital, melhora as condições sociais, na forma de mais empregos, melhores salários e melhor qualidade de vida, dando uma contribuição fundamental para o crescimento econômico de um país.

3.3.2 Desvantagens da abertura de capital

Alguns críticos apontam que, para a empresa, a obrigatoriedade de divulgar informações internas, pertinentes somente a ela, e a distribuição de dividendos aos acionistas, e ainda, o inevitável acréscimo nos custos administrativos, apresentam-se como claras desvantagens à abertura de capital.

Cavalcante (1998, p.112), no entanto, explica: “As desvantagens apontadas pelos críticos na abertura de capital de uma empresa são aparentes, podendo ser facilmente rechaçadas”. Segundo o autor, os acionistas exigem informações genéricas que não afetam o sigilo empresarial, ou seja, as informações prestadas não são prejudiciais no âmbito concorrencial da empresa. Ao contrário, a apresentação destas informações acaba por divulgar a empresa, servindo também como *marketing*, e ainda proporciona aos investidores uma clareza das informações pertinentes a ela.

A distribuição de dividendos nada mais é que uma reciprocidade à injeção de capital de risco dos novos acionistas na empresa. A entrada de recursos sempre terá a contrapartida do pagamento de juros ou dividendos.

Finalmente, quanto ao acréscimo nos custos, se uma empresa acreditar que jamais precisará de novos recursos obtidos através da emissão de ações, gastos relevantes podem ser eliminados fechando-se o seu capital.

A abertura de capital tem um papel relevante no processo de captação de recursos externos, necessários à expansão das empresas. Apesar de importante alternativa de capitalização, o mercado de ações no Brasil ainda é bastante retraído. O capítulo seguinte analisa alguns importantes fatores que inibem o seu crescimento.

4 - ENTRAVES AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO.

A expansão contínua da capacidade de produção depende de investimentos em bens de capital e recursos humanos. O mercado de ações permite o fluxo de capital de quem poupa para quem necessita destes recursos para investimento produtivo, incentiva a formação de poupança e a direciona para as melhores alternativas.

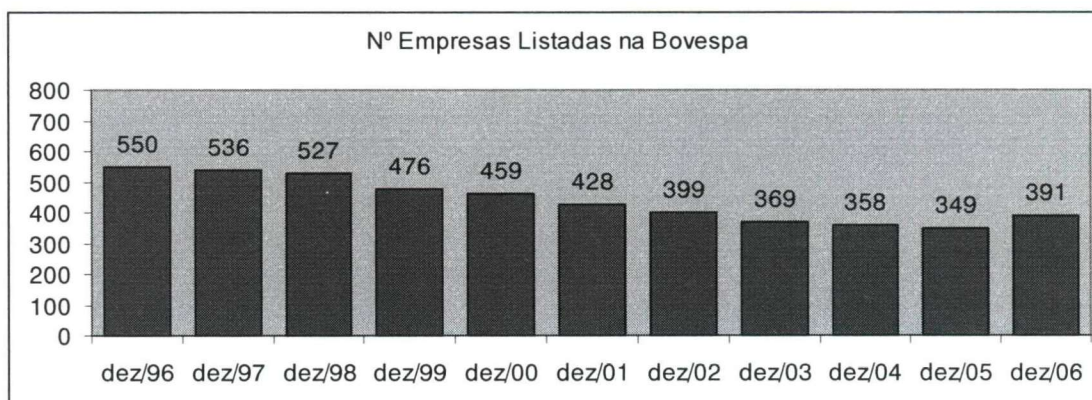
Ao contrário do que ocorre nos países mais desenvolvidos, o mercado de ações no Brasil, embora tendo um imenso potencial, ainda é pouco expressivo como alternativa de financiamento empresarial. O desenvolvimento de seu potencial sofre diversos entraves tais como: baixa liquidez, falta de transparência e dificuldades de acesso.

Neste capítulo procura-se analisar alguns aspectos do desempenho recente do mercado de ações no Brasil, bem como algumas das principais causas de sua atrofia.

4.1 DESEMPENHO DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

Apesar das vantagens mencionadas e de todas as externalidades positivas causadas pelo financiamento via mercado acionário, percebe-se que no Brasil este mercado vem mostrando histórico não muito satisfatório no que se refere ao número de empresas que abrem seu capital nas bolsas e permanecem nela.

Conforme gráfico 1, o número de empresas listadas em bolsa reduziu aproximadamente 30% entre o ano de 1996 e 2006. Em dezembro de 1996, a Bolsa tinha 550 empresas listadas, enquanto que dez anos depois, em dezembro de 2006, observa-se que a BOVESPA possuía apenas 391 empresas listadas.

Gráfico 1 – Nº de empresas listadas na BOVESPA - Período 12/1996 a 12/2006.

Fonte: Bovespa – Séries Históricas

Elaboração: autor

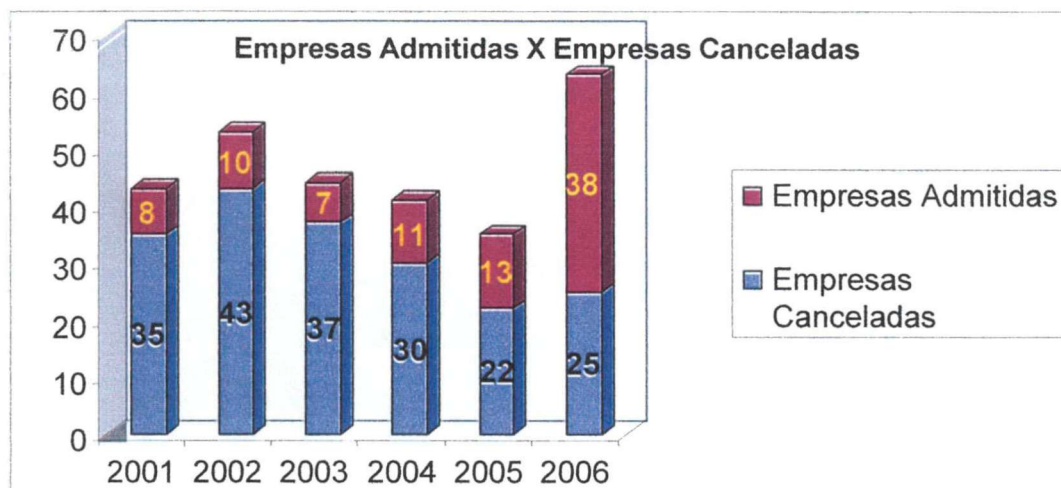
O preocupante fechamento do capital das empresas, algumas delas com participação importante nas bolsas brasileiras, reduziu a oferta de papéis, o número de negócios e a liquidez do mercado. Conforme o gráfico 1, no período de 1996 a 2005, denota-se uma queda gradativa das empresas listadas, com pequena recuperação apenas em 2006.

Diante destes dados, pode-se perceber claramente a influência da vulnerabilidade do mercado e das políticas adotadas pelo governo, como o incentivo ao crescimento econômico em 1996, que fez com que muitas empresas abrissem seu capital, e a conseqüente saída do mercado em 1997 com a implementação do Imposto – CPMF. Vários outros fatores macro e microeconômicos, também influenciaram na queda do número de empresas na Bolsa, tais como as altas taxas de juros, aumento da carga tributária e os altos custos de manutenção das empresas em bolsa. Estes fatores serão abordados posteriormente.

Outro comparativo que permite vislumbrar o desempenho ruim do mercado de ações brasileiro se refere ao número de empresas que aderiram à bolsa, *versus* as que tiveram o registro cancelado no mesmo período. Analisando-se os anos de 2001 a 2006, vê-se forte desproporcionalidade quanto à entrada e saída de empresas da Bolsa. O gráfico 2 transmite a idéia desta desproporção. O pior

desempenho foi em 2002, quando a bolsa apresentou o cancelamento de 4,3 empresas para cada 01(uma) admitida. Em 2004 a proporção apresentou relativa melhora, sendo que houve cancelamento de 2,73 empresas para cada empresa admitida. No entanto, somente em 2006 é que ocorre uma inversão desta tendência.

Gráfico 2 – Empresas admitidas X Empresas canceladas no período de 2001 a 2006 – Brasil.



Fonte: Bovespa – Informe Técnico / 2007

A grande diferença de empresas que entraram *versus* as que saíram pode ser explicada pelos elevados custos de manutenção em bolsa. Muitas empresas que entraram com a intenção de captação de recursos para seus projetos, ao finalizar esta captação não suportaram os custos decorrentes de sua manutenção no mercado acionário.

Outra questão a se considerar reside no aumento das operações de fusões e aquisições, sobretudo daquelas adquiridas através do capital internacional, que não dependem do mercado de capitais doméstico. Além destes fatores específicos que incentivaram as empresas a fecharem seu capital, outros fatores afetaram diretamente o mercado de ações, tais como a instabilidade da economia e a vulnerabilidade externa.

O mercado acionário brasileiro apresentou tendência favorável a partir de 2004, com a recuperação do valor de mercado das empresas listadas. As empresas que abriram capital nessa nova etapa se depararam com um mercado voltado para a

melhoria no tratamento das informações. firmando compromissos de adesão às regras de governança mais rígidas. Dentre elas, destacam-se práticas diferenciadas de administração, proteção aos acionistas minoritários e maior transparência na divulgação de informações ao mercado e acionistas a respeito da evolução dos seus negócios

Os volumes de negociações gerados na bolsa também indicam crescente importância desse mercado como absorvedouro da poupança financeira. Conforme tabela 1 abaixo, constatamos que de 2001 a 2006 o número de pregões foi praticamente o mesmo, variando entre 246 e 250 pregões no ano. No entanto, observa-se que houve crescimento do número de negócios. Isto reflete muito positivamente no mercado acionário, significando que mais investimentos foram efetuados, como se pode observar nos dados apresentados do volume de negociações, que passou de um montante de R\$ 610.995 milhões diários, em 2001, para um montante de R\$ 2.434.473 bilhões, em 2006.

Tabela 1 - Total Geral Negociado – Médias Diárias/ 2001 a 2006

DESCRIÇÃO	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Nº de Pregões	246	249	250	249	249	250
Nº Negócios	26.728	28.173	39.597	53.751	62.247	87.488
Volume (R\$ Mil)	610.995	558.109	818.335	1.221.292	1.610.806	2.434.473
Volume (US\$ Mil)	265.289	197.896	271.887	419.722	666.616	1.120.409

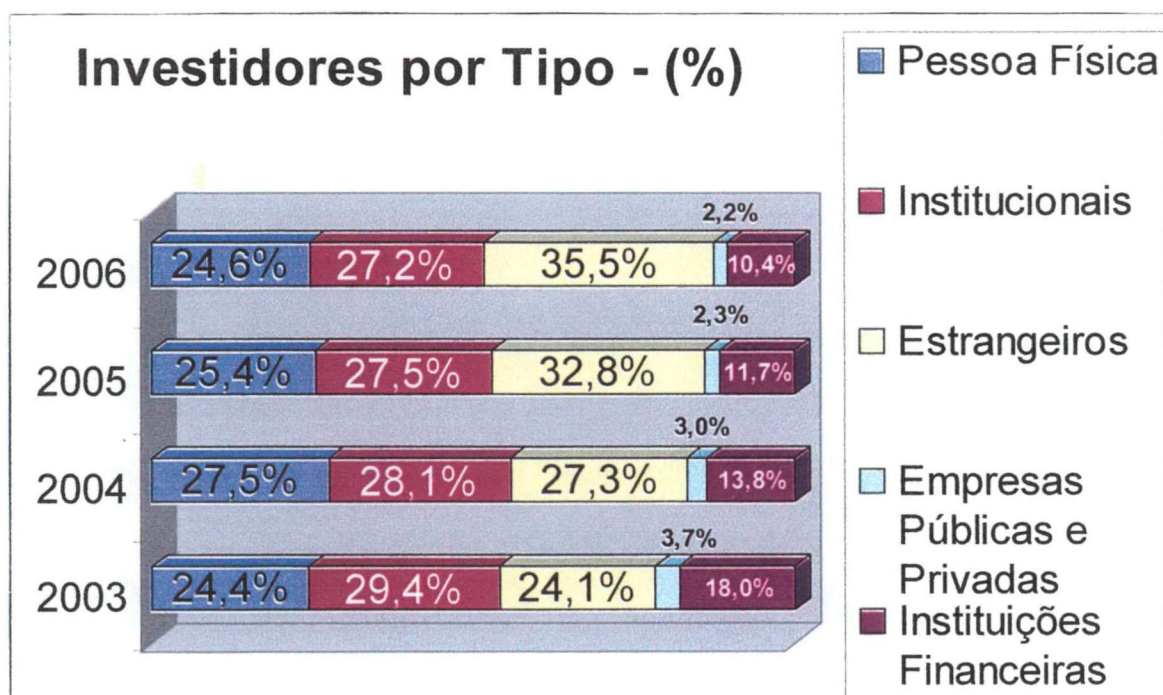
FONTE: BOVESPA – Informe técnico / Estatísticas mensais - 2006

A importância dos dados apresentados situa-se no fato de que o mercado de ações se apresenta com enorme capacidade de absorver e redistribuir eficientemente a poupança e os investimentos. É um mercado onde a prática de investir e poupar se torna facilitada, menos dispendiosa e mais interessante para aqueles que não querem pagar altas taxas de juros. O que ocorre é que o volume de transações, assim como a variável investimento, são correlacionados com os fatores conjunturais da economia e da própria bolsa, já que é um mercado que reflete o desempenho da economia doméstica e também de outros países. No entanto, é

forçoso reconhecer a importância desse mercado como fator dinamizador dos investimentos.

Os tipos de investidores no mercado de ações é outra questão que merece ser analisada, e que reflete o quanto ele é capaz de atrair uma variedade de investidores, pessoas jurídicas financeiras e não-financeiras, e crescente número de pessoas físicas, como se destaca no gráfico 3 que se segue.

Gráfico 3 - Participação total dos Investidores na Bovespa - 2003 a 2006



FONTE: BOVESPA – Informe técnico / Estatísticas mensais/2006

Os investidores estrangeiros e os investidores institucionais, formados pelas companhias seguradoras, fundos de seguridade social e fundos mútuos são os maiores investidores no mercado de capitais durante o período analisado.

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

Nos anos de 2005 e 2006, os investidores estrangeiros foram os maiores investidores, com 32,81% e 35,5% de participação respectivamente. Isto é um indicador que reflete o fortalecimento do mercado de ações e o aumento da confiança do mercado internacional no desempenho da economia doméstica.

As pessoas físicas também têm tido participação significativa. O crescimento do número destes investidores na bolsa é muito positivo, pois significa que mais pessoas estão reconhecendo o mercado de ações como grande oportunidade para incrementar seus investimentos. A partir de 2004, o aumento dos investidores pessoas físicas se deu em parte pela propagação dos clubes de investimento, que apareceram como uma melhor oportunidade de aplicação de capital para os pequenos e médios poupadores.

4.2 O IBOVESPA

Outra forma de verificar o desempenho do mercado de ações é através do índice BOVESPA, uma das variáveis do mercado acionário mais utilizadas para balizar as decisões de investimento.

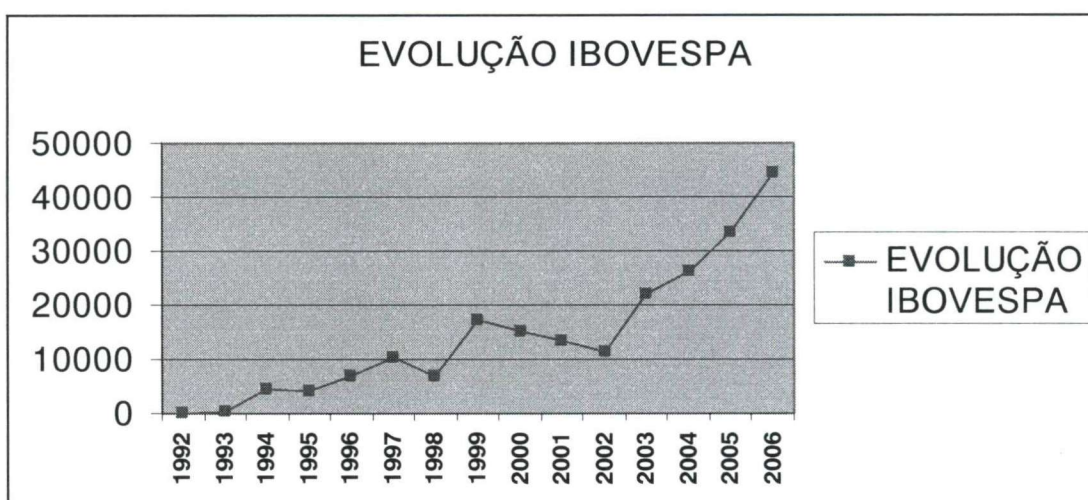
Segundo a Bolsa de Valores de São Paulo (2006), o IBOVESPA é o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações constituída em 02 de janeiro de 1968, a partir de uma aplicação hipotética. Supõe-se não ter sido efetuado nenhum investimento adicional desde então, considerando-se somente os ajustes efetuados em decorrência da distribuição de proventos pelas empresas emissoras (tais como reinversão de dividendos recebidos e do valor apurado com a venda de direitos de subscrição, e manutenção em carteira das ações recebidas em bonificação). Dessa forma, o índice reflete não apenas as variações dos preços das ações, mas também o impacto da distribuição dos proventos, sendo considerado um indicador que avalia o retorno total dos ativos que o integram. O Índice Bovespa representa fielmente o comportamento médio das principais ações transacionadas e o perfil das negociações à vista observada nos pregões da BOVESPA.

Então, como sua finalidade é apresentar-se como indicador médio do comportamento do mercado, a partir do índice pode-se avaliar como o mercado de ações se comporta ao longo dos anos. O índice Bovespa é um parâmetro de altíssima importância para os investidores do mercado. Através de seus resultados

diários são tomadas várias decisões de investimento ou de retiradas do mercado. O índice apresenta-se como um balizador dos investimentos, retratando a liquidez atual dos papéis no mercado e impulsionando maiores ou menores investimentos.

Conforme gráfico 4 abaixo, podemos analisar o histórico mensal no período de 1992 a 2006 dos índices BOVESPA, que retrata evolução do seu desempenho.

Gráfico 4 – Evolução anual do IBOVESPA – Real / 1992 a 2006



FONTE: BOVESPA – Informe técnico / Estatísticas

Com a implantação do Plano Real, a economia brasileira pode fornecer ao mercado e a seus investidores maior confiabilidade nas políticas direcionadas para o crescimento econômico. Diante da perspectiva de queda das taxas de juros internas e do prosseguimento do programa de privatizações implementado no curso do Plano Real, o índice Bovespa melhorou seu desempenho, o que se comprova pelo fato de ter sido a melhor aplicação em termos de rentabilidade, segundo BOVESPA (2007). De 1996 a 1997, com a implementação da CPMF, o índice não passou de 10.000 pontos. A imposição de uma nova tributação sobre estes investimentos significou uma fuga para ativos de longo prazo, que compensassem o pagamento do tributo.

No período de 1999 a 2001, verificou-se uma relativa recuperação da economia como efeito da desvalorização cambial. No entanto, a crise energética se refletiu rápida e drasticamente nas Bolsas de Valores reduzindo novamente o índice. É interessante observar-se que a partir de 2003 o índice tem apresentado evolução

crescente, refletindo uma melhoria da estabilidade econômica e um melhor desempenho da bolsa no mercado acionário. Ao final de dezembro de 2003, o índice nominal alcançou nível recorde de 22.236 pontos. Esse resultado esteve associado à estabilização da economia e ao encerramento do processo eleitoral em 2002. A política do novo governo proporcionou melhores expectativas quanto à redução das taxas de juros e redução do risco-país, o que propiciou valorização dos títulos brasileiros no mercado internacional aumentando o investimento estrangeiro no mercado brasileiro e volume das ações negociadas (este dado pode ser visto na Tabela 1, p. 34). No ano de 2004, apesar das conturbações sofridas no seu início em relação ao cenário internacional (expectativa de aumento dos juros nos Estados Unidos e aumento do preço do petróleo) a bolsa, que apresentou queda no início do ano em relação a 2003, chegou em dez-2004 com novo recorde de pontuação (26.196 pontos), refletindo a evolução favorável das medidas tomadas quanto aos mecanismos da política econômica. Em 2005 a Bolsa seguiu a trajetória de alta do índice e obteve 33.455 pontos, recorde novamente batido no final do ano de 2006, com 44.473 pontos.

4.3 O EFEITO DAS TAXAS DE JUROS PARA O INVESTIMENTO

Define-se a taxa de juros como a taxa paga por um empréstimo concedido ou tomado em dinheiro. Segundo Keynes (*apud* CARVALHO *et al.*, 2000, p.43), a taxa de juros é o prêmio pela opção por outro ativo que não a moeda, isto é, a recompensa pela posse de ativos menos líquidos.

No Brasil, a taxa de juros SELIC é a taxa que baliza a troca de reservas entre as instituições financeiras. O COPOM (Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil), instituído em 20 de junho de 1996, é o órgão que tem como objetivo principal estabelecer as diretrizes da política monetária e definir a meta da taxa de juros. Através de reuniões ordinárias mensais os membros se reúnem a cada 45 dias para estabelecer a nova meta da Taxa SELIC e seu eventual viés (sua variação para mais ou para menos). Dentre as principais variáveis conjunturais que são analisadas para estabelecer a nova meta se destacam: índices de preços, nível de atividade, evolução dos agregados monetários, finanças públicas, balanço de pagamentos, ambiente externo, evolução do mercado doméstico de câmbio, operações com as reservas internacionais, liquidez bancária, evolução do mercado monetário, operações de mercado aberto e avaliação da inflação.(CARVALHO *et al.*, 2000, p.124).

Toda esta preocupação na determinação das taxas de juros se dá pelo fato de ela ser um forte determinante dos fatores conjunturais que afetam o nível de atividade econômica. Um desses fatores é o investimento. As taxas de juros exercem forte influência sobre as decisões de investimento de um indivíduo ou empresa. Se as taxas de juros forem altas, menor será a disposição de realização de investimentos, já que o custo do empréstimo será alto. Ao contrário, se estas taxas forem baixas haverá um aumento da disposição de aquisição de empréstimos para o financiamento de novos projetos.

Segundo Dornbusch e Fischer (1991): “[...] o investimento é endógeno à taxa de juros. A taxa planejada ou desejada de investimento é menor quanto mais alta for a taxa de juros”. Por um outro lado, uma taxa de juros baixa torna os gastos com investimentos lucrativos, e, portanto se reflete em um alto nível de investimento planejado.

No caso mais específico do mercado de ações, se os juros se elevam acabam por provocar uma fuga do mercado acionário, sendo mais vantajoso aplicar em outros ativos que tenham a rentabilidade atrelada à taxa de juros, especialmente os títulos do Tesouro Nacional.

4.3.1 As Taxas de Juros no Brasil

Antes de analisarmos qualquer dado referente ao mercado de ações é importante analisar o comportamento recente das taxas de juros no Brasil. Com base nesta análise pode-se explicar várias alterações ocorridas no mercado de ações durante o período analisado, pois se entende que quanto mais alta a taxa de juros menor o número de projetos com retorno compatível, e, portanto, são realizados menores investimentos.

Uma das ferramentas mais utilizadas pelo governo para combater a inflação, e mantê-la em patamares aceitáveis, é a política monetária. Entretanto, o intuito de reduzir a inflação, desde 1994 com a implantação do Plano Real, resultou na manutenção de elevadas taxas de juros.

As altas taxas de juros acabam por atrair investimentos indexados aos juros, principalmente investimentos estrangeiros e desestimula investimentos nos setores produtivos, dificultando também o fortalecimento do seu mercado acionário.

O período entre 1996 e 2000, foi o de maior conturbação na política monetária brasileira. As taxas de juros em 1999 chegaram ao seu recorde das últimas décadas de aproximadamente 45%.

Na tabela 2 a seguir, podemos verificar a taxa de juros real dos principais países do mundo no período de janeiro a dezembro de 2005. O Brasil aparece em primeiro lugar no *ranking* com a maior taxa de 12,6% ao ano, com uma diferença de 5.1 pontos percentuais do segundo colocado. Ou seja, uma taxa de aproximadamente 66% maior, o que expressa a pesada carga das taxas de juros e evidencia a grande dificuldade de crescimento econômico e fortalecimento do mercado acionário.

Tabela 2 – *Ranking* das taxas de juros reais nos principais países (2005).

RANKING	PAÍS	TAXA-ANO
1	BRASIL	12,6%
2	TURQUIA	7,5%
3	MÉXICO	5,6%
4	CINGAPURA	5,2%
5	POLÔNIA	5,1%
6	HUNGRIA	4,1%
7	CHINA	4,1%
8	CORÉIA DO SUL	3,8%
9	INGLATERRA	3,4%
10	ÁFRICA	3,3%
11	ÍNDIA	3,0%
12	VENEZUELA	2,9%
13	AUSTRÁLIA	2,7%
14	COLÔMBIA	2,3%
15	RÚSSIA	1,6%
16	ISRAEL	1,6%
17	HONG KONG	1,2%
18	SUÉCIA	1,0%
19	FILIPINAS	0,9%
20	ÁUSTRIA	0,8%
21	FRANÇA	0,6%
22	CANADÁ	0,4%
23	JAPÃO	0,3%
24	HOLANDA	0,2%
25	DINAMARCA	0,0%
26	ALEMANHA	0,0%
27	ITÁLIA	0,0%

Fonte: Bacen, IBGE, FMI e Bloomberg / GRC Visão

Avaliando-se os períodos mais críticos do mercado de ações, constata-se forte relação com os altos picos de taxas de juros. Por exemplo, no final do ano 1996 e início de 1997, a economia trabalhava com taxas de juros de aproximadamente 40% a.a, e no mesmo período a BOVESPA obtinha uma de suas piores pontuações

perto de 10.000 pontos, reflexo das incertezas quanto ao mercado de ações e uma fuga para mercados mais seguros.

De acordo com Carvalho *et al.* (2000, p.183-184), um instrumento interessante para explicar como a política monetária pode afetar as variáveis reais da economia, é o coeficiente que ficou conhecido como q de Tobin. Ele é definido como o valor de mercado das ações de uma firma, dividido pelo custo contábil do seu capital tal como a seguir:

$$q = V_f / C_r \quad \text{onde:}$$

V_f = valor de mercado de uma firma e

C_r = custo do seu capital

Quando q é maior que 1 (preço de mercado da firma é maior que o custo do seu capital), isto significa que adquirir novos bens de capital é recompensador se comparado com o valor de mercado das firmas. Ou seja, o mercado reconhece que, nas mãos de uma firma determinada, aquele conjunto de equipamentos é capaz de gerar um excedente sobre seu próprio valor. Este excedente, V_f , é o valor capitalizado dos lucros esperados no horizonte relevante. Um valor superior a 1, para q agregado, significa que, segundo a avaliação feita pelos investidores, o conjunto de firmas desta economia é esperado ser capaz de gerar excedentes. As empresas são estimuladas a investir, neste caso, não apenas porque têm expectativas de lucro, mas também porque a colocação de papéis junto ao público, para financiar estes investimentos, se torna mais barata.

A conexão entre a política monetária e o preço das ações pode ser compreendida da seguinte forma. Com um aumento na oferta de moeda, os agentes possuem mais recursos, o que leva a um aumento do dispêndio. Uma das possibilidades para a alocação dos recursos adicionais é o mercado de ações. Segundo a lei da oferta e procura, uma maior demanda por ações culmina com o aumento dos preços das ações. Sendo assim, há um aumento no q , o que por sua vez leva a um maior investimento e conseqüente expansão no produto. E, em decorrência, as firmas com uma emissão pequena de ações podem obter recursos suficientes para adquirir uma grande quantidade de novos bens de investimento.

A análise nos permite enfatizar o quão influente é a taxa de juros nos investimentos e conseqüentemente no mercado de ações, que possui como objetivo alocar eficientemente os investimentos e a poupança. Com as altas taxas de juros o mercado se torna menos atraente, visto que não consegue atingir adequadamente seus objetivos.

4.4 CUSTOS NO MERCADO DE AÇÕES

4.4.1 Custos Inerentes à abertura de capital

As empresas que pretendem abrir seu capital, se deparam com custos que deverão ser cuidadosamente mensurados, quanto ao retorno esperado das suas operações. Segundo a BOVESPA, os custos ligados à abertura de capital podem ser significativamente diferentes de empresa para empresa, em função do grau de organização interna antes da abertura. Os custos incrementais das empresas mais bem estruturadas ou das sociedades anônimas que já sejam auditadas são inferiores. Da mesma forma, é possível que na hipótese de a distribuição de ações não se efetivar, o intermediário financeiro venha a cobrar reembolso das suas despesas.

Ao verificar os custos pode-se avaliar que para uma empresa buscar capitalização via mercado acionário ela precisaria ter no mínimo R\$ 4.072 mil disponíveis considerando a hipótese do menor custo possível. Na operação padronizada, este custo já se eleva para R\$ 4.331 mil, o que permite concluir, que comparativamente com outros países, seriam poucas as empresas com capacidade para abrir seu capital na bolsa, visto que o Brasil ainda se caracteriza por um grande volume de pequenas e médias empresas, predominantemente de cunho familiar. Dessa forma, o mercado de crédito bancário acaba por se tornar a maior alternativa, apesar das altas taxas de juros, para empresas que não conseguem dispor deste canal de financiamento.

Na tabela 3, apontam-se os custos para abertura de capital de uma empresa.

Tabela 3: Simulação de custos de emissão pública de ações para 100 milhões.

Discriminação	Racionalização de Custos (a)	Emissão Tradicional (b)
Custos incorridos na preparação do processo de abertura de capital mediante emissão de ações	R\$ mil	R\$ mil
Serviços legais - ofertante	100	150
Serviços legais – líder	0	80
Auditoria inicial – padrão contábil brasileiro	120	150
Auditoria – <i>comfort letters</i>	30	30
Publicações da emissão (c)	45	62
Taxa de registro – CVM	83	83
Apresentações ao mercado (<i>road show</i>)	12	20
Prospecto da emissão	12	30
Diversos	15	40
Subtotal	417	645
Custos adicionais incorridos quando da efetiva distribuição de ações		
Publicações da emissão (d)	4	5
Comissões de <i>underwriting</i>	3.500	3.500
Auditoria – padrão contábil internacional (e)	150	180
Subtotal	3.654	3.686
Total Geral	4.072	4.331
- Preparação do processo de emissão	10%	15%
- Adicionais quando da efetiva distribuição	90%	85%

FONTE: BOVESPA – Disponível em:
<http://www.bovespa.com.br/Pdf/CustosSA.pdf>

Onde:

- a) Emissão realizada ao menor custo possível.
- b) Emissão realizada a custos padronizados.
- c) Convocações da AGE, Ata da AGE, Aviso ao Mercado, Anúncio de Início da Distribuição (o último poderá ser parte integrante visto somente os custos adicionais incorridos quando da efetiva distribuição de ações).
- d) Anúncio de Encerramento da Distribuição.
- e) Custo não obrigatório, a ser incorrido por empresa que pretenda divulgar resultados padrão internacional.

4.4.2 Custos de Manutenção da empresa na Bolsa

Além do custo de abertura de capital, as empresas enfrentam uma grande barreira quanto à sua manutenção na Bolsa. Não são apenas os custos diretos, mas também os custos indiretos que são exigidos pelas normas da CVM e da própria Bolsa. A empresa deve promover uma reestruturação organizacional, formar equipes de auditoria interna, *marketing*, e contabilidade padronizada para garantir a maior transparência possível visando um bom desempenho na emissão de seus títulos.

Conforme a BOVESPA, os custos de manutenção da condição de companhia aberta consistem basicamente em: auditoria independente, publicação de atos societários e de demonstrações financeiras, anuidades relativas à Bolsa de Valores, taxas de fiscalização da CVM - Comissão de Valores Mobiliários, serviço de escrituração de ações e área de relações com investidores.

Nestas condições, as empresas passam a arcar com vários outros custos que se permanecessem com o capital fechado não existiriam. Passa a ser então de extrema importância o cálculo dos custos de manter a empresa, além daqueles já despendidos quando de sua abertura na Bolsa. A Tabela 4 a seguir mostra que, em média, as companhias abertas incorrem anualmente em diferentes custos para a manutenção. Seguem a seguinte ordem: (i) R\$ 349 mil, no caso de empresas de pequeno porte; (ii) R\$ 644 mil, no caso de empresas de médio porte; e (iii) R\$ 1.293 mil, no caso de empresas de grande porte. Esses são valores líquidos de imposto de renda e contribuição social, considerando-se que todos os itens são dedutíveis para fins fiscais.

Cabe salientar, que as companhias de capital fechado somente deverão considerar o acréscimo da totalidade desses custos na hipótese de elas não disporem ainda de demonstrações financeiras auditadas e nem de estarem obrigadas a publicá-las. Caso contrário, será necessário apenas analisar os custos que sejam absolutamente incrementais.

Tabela 4: Simulação dos custos anuais de manutenção da condição de companhia aberta.

Itens / Porte das Cias. (R\$/ano)	Pequena	Média	Grande
Auditoria - padrão contábil brasileiro	80.000	125.000	325.000
Auditoria - revisão trimestral (padrão brasileiro)	20.000	32.500	82.500
Auditoria - contabilidade em <i>US GAAP</i> ou <i>IFRS</i>	80.000	125.000	325.000
Auditoria - revisão trimestral (padrão internacional)	20.000	32.500	82.500
Total de Auditoria	200.000	315.000	815.000
Editais de Convocação AGO / AGE (a)	7.599	15.198	22.797
Atas de AGO / AGE / RCA (a)	25.054	50.108	75.162
Avisos ao Mercado / Acionistas (a)	7.599	15.198	22.797
Fatos Relevantes (b)	6.218	12.436	18.654
Demonstrações Financeiras (a)	66.938	133.876	200.814
Total de Publicações	113.408	226.816	340.224
Área de relações com investidores (RI)	136.500	273.000	409.500
Apresentações ao mercado (incluindo material)	20.000	52.000	205.000
Anuidade da BOVESPA	13.500	30.350	86.500
Taxa anual de fiscalização da CVM	13.259	13.259	13.259
Serviço de escrituração de ações	30.000	60.000	90.000
Diversos	10.000	20.000	30.000
Total de Outros Itens	223.259	448.609	834.259
Subtotal Obrigatórios	280.167	507.925	967.483
Subtotal Não-Obrigatórios (c)	256.500	482.500	1.022.000
Total Geral	536.667	990.425	1.989.483
Total Líquido de IR/CS (35%)	348.834	643.776	1.293.164

FONTE: BOVESPA – Disponível em:
<http://www.bovespa.com.br/Pdf/CustosSA.pdf>

Onde:

- a) No Diário Oficial do Estado de São Paulo e no caderno de jornal de grande circulação.
- b) No caderno regional de jornal de grande circulação.
- c) Não-Obrigatórios: contabilidade em padrão internacional (US GAAP / IFRS), área de relação com investidores (RI) e apresentações ao mercado. No caso de empresas listadas no Novo Mercado ou no Nível 2 da BOVESPA, a contabilidade em padrão internacional é obrigatória.

Estes seriam os custos advindos da abertura de capital e de manutenção de uma companhia aberta, mas podemos elencar vários outros que acabam sendo uma externalidade (positiva ou negativa) da abertura do capital, como exemplo, o crescimento de departamentos (auditoria interna, fortalecimento setor de *marketing*, administrativo). Como consequência, maior número de funcionários, maiores despesas com recursos humanos, maiores despesas operacionais, administrativas e tributárias.

Ressalte-se que a descrição anterior não permite identificar se o investimento é ou não rentável para a empresa. A apresentação destes custos pretende simplesmente demonstrar que as empresas precisam de capital relativamente elevado para entrar e permanecer no mercado acionário. No entanto, muitas não conseguem suportar os custos de manutenção da abertura de capital em Bolsa.

As exigências dos órgãos responsáveis e do próprio mercado se mostram demasiadas para várias empresas que abrem seu capital. Com efeito, é necessário um planejamento correto dos custos e retornos advindos da captação via mercado acionário, sob pena de se verem malogradas em seu intento. Este fato prejudica o desempenho do mercado acionário no que diz respeito a sua credibilidade perante os seus investidores, visto que muitas empresas acabam fechando seu capital.

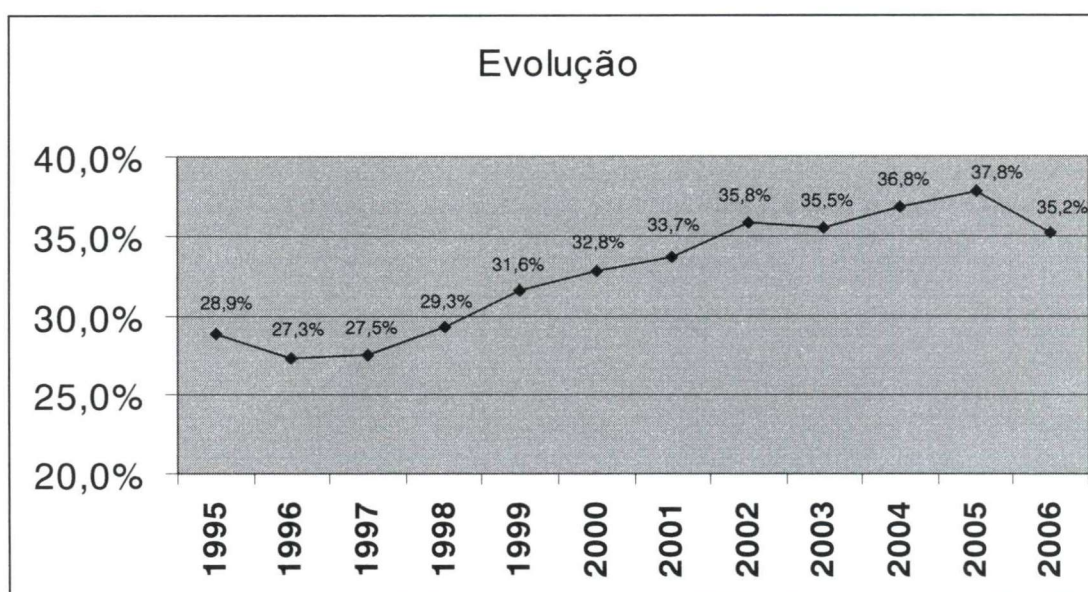
O fato é que há uma diversidade de custos comparativamente ao que se teria caso se permanecesse com o capital fechado. Nem todas as empresas suportam esta carga, mesmo que o retorno do mercado acionário seja considerável em relação a outros tipos de captação. Assim, cabe à empresa que decide abrir seu capital, estruturar de forma profissional e competente seus departamentos administrativos e de análise financeira para que possa ter sucesso no seu investimento.

4.5 TRIBUTAÇÃO E SEUS REFLEXOS NO MERCADO DE AÇÕES

Um dos principais reflexos da tributação no mercado de capitais é a redução de liquidez dos papéis e o aumento dos custos de transação. Uma alta carga tributária pode causar fuga dos investidores do mercado de ações, provocando enfraquecimento do mesmo.

Uma avaliação do período de 1995 a 2006 permite constatar que a carga tributária vem crescendo assustadoramente, passando de 28,9% do PIB, no primeiro trimestre de 1995, para 35,2% no final de 2006. O aumento de 35% no período é estimado em estudo² do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

GRÁFICO 5 - IMPOSTOS NO BRASIL EM % DO PIB



Fonte: IPEA – Boletim informativo semanal – texto 1281. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/082/08201008.jsp?ttCD_CHAVE=2810

² Santos C. H. ; Costa F. R. , Boletim informativo semanal - texto de discussão 1281 (IPEA).

De acordo com Novaes (2004), a carga tributária é uma das principais barreiras à expansão do sistema financeiro no Brasil. Neste sentido, três aspectos distintos podem ser enfatizados. O primeiro refere-se ao tamanho da cunha fiscal existente na intermediação financeira, em função dos elevados tributos pagos pelo poupador e pelo tomador final dos recursos, os quais tornam muito distintos o custo do capital para o tomador e a remuneração líquida do aplicador. O segundo aspecto diz respeito à qualidade da tributação, que é considerada ruim e prejudicial ao crescimento em geral. Estes dois aspectos, não podem se dissociar da questão fiscal, em especial do objetivo de obter um elevado superávit primário em um contexto de gastos primários em expansão.

Um terceiro aspecto a ser considerado, é a falta de estabilidade das regras tributárias. Essa instabilidade gera um risco comparável, ou mesmo maior do que aquele intrínseco às operações. Entre outras consequências, isto contribui para encurtar os prazos das operações financeiras.

Dada a elevada carga tributária incidente sobre as empresas formais, parte relevante de sua gestão financeira acaba sendo orientada para como reduzir a tributação. Esta situação estimula a informalidade e acaba sendo um desestímulo a que as empresas dêem às suas contas a transparência exigida das companhias abertas. Uma empresa fechada tem mais facilidade de administrar sua carga tributária do que outra aberta, que tem obrigações de *disclosure* trimestral e em maior grau de detalhe e fidedignidade. Isto dá às empresas fechadas uma vantagem competitiva que pode anular o benefício que as companhias abertas teriam em termos de um custo mais baixo para levantar recursos de terceiros. Isso acaba forçando uma concentração do mercado acionário em um número reduzido de empresas, dificultando a diversificação dos ativos.

Para as empresas pequenas e médias, em particular, esse custo de oportunidade tributário parece ser uma barreira fundamental à abertura de capital, tornando-se um impedimento à obtenção de financiamento no mercado de capitais. O grau em que o planejamento tributário cria uma assimetria informacional entre a empresa e quem a financia, é uma diferença importante entre o crédito bancário e o financiamento via mercado de ações.

No Brasil são inúmeros os impostos incidentes sobre consumo, renda, propriedades, etc. A incidência de um imposto em particular, a CPMF - Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira, acabou por reduzir fortemente o volume de negociações do mercado acionário.

A CPMF existe há 11 anos e foi criada para aumentar o orçamento da Seguridade Social para a saúde, que estava abaixo dos 30% constitucionais do total do orçamento público. A alíquota passou dos 0,20% para 0,38%, e o tributo foi prorrogado por três vezes. A partir de janeiro de 1997, o imposto passou a vigorar sob a forma de contribuição e sem destinação exclusiva de recursos à área da saúde. Quando foi criada, o orçamento destinado à área era de 22% do total. Hoje, o Ministério da Saúde recebe menos de 13%.

Neste período de incidência, principalmente a partir de 1997, verifica-se relativa fuga do mercado acionário, reduzindo consideravelmente as emissões primárias de ações e ocasionando o fechamento de capital das empresas em bolsa. Esta situação permaneceu até julho de 2002, quando as transações em bolsa passaram a ser isentas do tributo.

É importante ressaltar que estes acontecimentos não se caracterizaram somente pela imposição da CPMF, mas sua contribuição foi relevante para tais fatos. A cobrança da CPMF é o melhor exemplo de que, com a incidência de altos impostos, há desestímulo ao investimento.

4.6 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Dada sua especial relevância como assunto central da monografia, o objetivo desta seção é verificar as contribuições da chamada Governança Corporativa para o desenvolvimento do mercado de ações brasileiro. A análise parte do pressuposto que a Sociedade Anônima é um local onde predomina o conflito de interesses entre as partes envolvidas nas transações.

4.6.1 Conceito

A Governança Corporativa (GC), é um tema que vêm ganhando destaque ao longo dos últimos anos. De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (Código de Melhores Práticas), Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo o relacionamento entre acionistas, conselho de administração, diretoria, auditoria e conselho fiscal.

Para Andrade e Rossetti (2004, p.25), a governança corporativa constitui-se de “[...] um conjunto de valores, princípios, propósitos, papéis, regras e processos que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das empresas”, visando a maximização da riqueza dos acionistas, minimizando oportunismos conflitantes, inclusive do conflito de agência existente entre acionistas minoritários e majoritários. Segundo os autores, um bom sistema de governança pode reforçar competências e ampliar as bases de valor das empresas, ao harmonizar interesses e contribuir para que os resultados corporativos se tornem menos voláteis, aumentando assim a confiança dos investidores e fortalecendo o mercado de capitais.

Shleifer e Vishny (*apud* SILVEIRA, 2002, p.3), definem governança corporativa como um conjunto de restrições que os administradores aplicam sobre si próprios ou que os investidores aplicam sobre os administradores, de forma a reduzir a má alocação de recursos e assegurar o retorno de seus investimentos.

A literatura aponta que o desenvolvimento do mercado acionário depende da instituição de boas práticas de governança corporativa. Sua adoção pode tornar os negócios mais seguros e menos expostos a riscos externos, essencialmente a exposição a fatores macroeconômicos. (CARVALHO, 2003, p.1).

Instituições sólidas e confiáveis, bons fundamentos macroeconômicos e disponibilidade de recursos competitivos são fatores que se destacam para a alavancagem do crescimento das nações. Andrade e Rossetti (2004, p.235), asseveram que um dos complementos mais importante desta trilogia é um clima de negócios saudável, gerado pelas melhores práticas de governança corporativa, que: 1) evita: abusos de poder e custos extorsivos de agência, erros estratégicos, gestão deficiente e fraudes corporativas; e 2) promove: confiança no mundo dos negócios, crescente canalização de recursos para o mercado de capitais, e amplo envolvimento da sociedade no processo de expansão econômica.

Segundo Carvalho (2002), para que os mercados operem livremente, sem falhas, é fundamental a disponibilização livre e gratuita de todas informações relevantes a todas as partes envolvidas na transação. Uma boa política de divulgação de informações reduz o risco para o investidor e valoriza as ações da empresa no mercado secundário. Isto ocorre, porque os acionistas têm a possibilidade de verificar as formas de atuação dos gestores e o desempenho da empresa. Desta forma, estão mais protegidos contra desvios de conduta por parte dos indivíduos que detêm o controle administrativo. Com isto, espera-se um aumento do valor da empresa, visto que os investidores passam a exigir menores retornos sobre o capital investido. Entretanto, quando a informação é distribuída de forma assimétrica, uma das partes pode extrair vantagens em detrimento da outra, descaracterizando um mercado que poderia vir a ser perfeitamente competitivo.

Carvalho (2002) mostra como o conceito de governança corporativa ganhou relevância social a partir do momento em que se percebe que a configuração do sistema financeiro pode alterar a idéia de que os recursos na economia podem fluir naturalmente dos poupadores para os projetos mais produtivos. A existência de assimetrias de informação nas economias modernas, marcadas pela separação entre empreendedores e fornecedores de capital, muitas vezes inviabiliza o financiamento de projetos altamente produtivos.

A criação, em 1995, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), foi o passo inicial para a criação de um ambiente que proporcionasse maior segurança aos investidores e valorização das ações das empresas listadas. No mesmo ano, o IBGC lançou o Código das Melhores Práticas de Governança

Corporativa, que dispõe sobre temas como relacionamento entre controladores e minoritários e regras para o Conselho de Administração.

Contudo, a iniciativa mais importante em favor da GC no Brasil deu-se no mês de dezembro de 2000, quando foi criado o chamado Novo Mercado (NM) da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Além do NM, a BOVESPA criou os chamados níveis diferenciados de GC, que passaram a ser conhecidos como 1 e 2. A criação desses segmentos visou, dentre outros motivos, dar mais credibilidade ao mercado de capitais nacional, através do aumento considerável da transparência nas atitudes das empresas de capital aberto.

4.6.2 Teoria da Agência

A Teoria da Agência aborda a relação bilateral entre um indivíduo (o proprietário) e outro (o agente), onde:

- O agente pode adotar comportamentos diversos;
- Os comportamentos adotados pelos agentes/administradores afetam seu próprio bem-estar e também o dos proprietários/acionistas;
- Há assimetria informacional entre as partes.

De acordo com Okimura (2003), os artigos de Spence e Zeckhauser em 1971 e Ross em 1973, marcam os primeiros estudos sobre a teoria da agência. Os artigos centram sua análise na estrutura de remuneração dos administradores das empresas, objetivando alinhar os interesses daqueles, com o interesse dos acionistas.

Para Jensen e Meckling (*apud* SILVEIRA, 2002, p.13), uma relação de agência é “[...] um contrato onde uma ou mais pessoas (o principal) emprega uma outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente”. A separação entre propriedade e controle e o desejo das partes de maximizar sua própria utilidade, é a hipótese fundamental para a Teoria da Agência.

Os autores citam que os problemas de agenciamento ocorrem em todas as atividades de cooperação entre indivíduos, quer haja ou não uma situação de hierarquia entre agente e principal. São duas as razões fundamentais de conflitos

que podem surgir da relação agente-principal: 1) devido à inexistência de contrato completo; e 2) devido à inexistência de agente perfeito.

De acordo com Andrade e Rosseti (2004, p.101-102), a inexistência de contrato completo justifica-se pelas próprias características dos ambientes de negócios, crescentemente imprevisíveis, sujeitos a turbulências e a efeitos contágios, que podem ser comprometedores de resultados.

A segunda razão dos conflitos de agência, a inexistência de agente perfeito, pode ser definida como uma hipótese de natureza humana. No trabalho "*The nature of man*", de 1994, Jensen e Meckling discutem a idéia de que nenhum indivíduo pode desejar maximizar uma função utilidade que não seja sua, ou seja, seu comportamento está fundamentado em seu próprio conjunto de preferências e objetivos. Portanto, a cooperação desinteressada não existe. Nessa medida, os gestores estarão muito mais propensos à tomada de decisões que fortaleçam suas posições, visando a manutenção de seus propósitos e benefícios em detrimento dos interesses dos acionistas.

O conflito de agência existente entre acionistas minoritários *versus* majoritários, assim como os conflitos existentes entre credores e acionistas, são tratados na temática de Governança Corporativa, que apresenta os mecanismos pelos quais os fornecedores de capital se asseguram para obter um retorno adequado dos seus investimentos. Nesse sentido, a proteção aos acionistas minoritários e credores é uma questão central em que se justifica a adoção de práticas superiores de governança, visando minimizar os conflitos entre os provedores de capital das organizações. O investidor minoritário geralmente tem dificuldades de perceber claramente a conduta seguida pela empresa da qual é ou pretende ser acionista. Assim, fica complicado para o "minoritário" escolher a opção que preenche mais adequadamente o seu perfil. Portanto, é necessário encontrar uma maneira que proporcione ao acionista um monitoramento mais efetivo da empresa, dando maior segurança ao primeiro e maior credibilidade à última.

4.6.3 Os custos de Agência

Com o objetivo de conciliar as aspirações de Agentes e Principais, a teoria econômica da Agência, indica o estabelecimento de contratos que possibilitem a

divisão do risco entre as partes. Para que esses custos de agência fossem minimizados, bastaria que os contratos estabelecidos entre as partes fossem completos ou perfeitos.

Entretanto, argumenta Okimura (2003, p.13), na prática, existe uma gama de incertezas quanto ao futuro da empresa, que não podem ser previstas nos contratos. Isso faz com que estes não sejam completos, ou perfeitos, ou seja, nem sempre é possível especificar todas as contingências, que, porventura, vierem a ocorrer.

Para Andrade e Rossetti (2004, p.103), a inexistência de contrato completo e agente perfeito, leva à ocorrência de duas diferentes categorias de custos de agência: 1) custos atribuíveis ao oportunismo dos gestores; e 2) custos incorridos pelos acionistas para o controle da gestão.

Segundo Silva (2006, p.53), na categoria de custos de agência atribuível ao oportunismo dos gestores relacionam-se, entre outros: a) remunerações e benefícios excessivos autoconcedidos; b) resistência a ações vantajosas aos acionistas em liquidações, cisões e fusões; c) crescimento da firma em detrimento de maximização do retorno; d) estratégias de diversificação destruidoras de valor corporativo com a conseqüente redução dos riscos de direção executiva; e) nepotismo e outras formas de proteção conflitantes, com os interesses corporativos; f) acesso assimétrico a informações; g) gestão de resultados focado no curto prazo; e g) falta de compromisso com a perpetuação da empresa.

Com relação aos custos que os acionistas incorrem para controlar a empresa e assim alinhar seus interesses aos dos gestores, citam-se: a) os custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente; b) os gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal; c) os gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo; e d) as perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal. (SILVA, 2006).

4.6.4 Direitos assimétricos

Os conflitos de agência que ocorrem entre acionistas minoritários e acionistas majoritários, originam-se devido à assimetria de direitos resultantes da existência de mais de uma classe de votos ou do uso discricionário do poder exercido pelos majoritários em detrimento dos interesses dos minoritários. (ANDRADE e ROSSETTI, 2004, p.107).

De acordo com os autores, a condição de emissão de dois tipos de ações confere aos acionistas com direito a voto o controle das empresas com uma participação inferior a 50% do capital total. No caso hipotético do capital de uma empresa ser constituído de 80% de ações com direito a voto e 20% sem direito a voto, os acionistas que detêm o controle podem exercê-lo com uma participação de 40,8% do capital total, ou seja, com 51% de 80%.

A existência de assimetria de direitos permite que a gestão do grupo dominante possa levar a diferentes formas de expropriação, podendo ser destacados os seguintes: a) sobreposição do controle e da gestão, com objetivos de privilegiar interesses próprios; b) pagamentos excessivos de salários ou de outros benefícios, diretos e indiretos, aos controladores dirigentes; c) autoneomeações ou nepotismo para cargos nos conselhos e outros órgãos corporativos, desconsiderando-se qualificações e méritos requeridos; d) transações a preços privilegiados (altos para aquisições e baixos para vendas) com outras empresas pertencentes ao grupo controlador; e) uso fechado de informações privilegiadas; f) acesso a empréstimos tomados da corporação, em condições privilegiadas; g) acesso a benefícios em transações pessoais, com uso do alto poder de barganha ou do prestígio da corporação no ambiente de negócios (ANDRADE e ROSSETTI, 2004, p.108).

No Brasil, Rabelo e Coutinho (*apud* SILVA, 2006, p.55) colocam que o uso de pirâmides reforça o controle de grandes acionistas nas companhias brasileiras. Por uso de pirâmides, ou simplesmente esquema-pirâmide, entende-se uma estrutura de propriedade que apresenta pelo menos um intermediário entre a empresa de capital aberto focalizada e o seu respectivo acionista último. Quando o acionista último possui participação na empresa estudada por mais de uma via, o nível de esquema-pirâmide será aquele que apresentar o maior número de intermediários entre o

acionista último e a empresa, pois representará a tentativa de maximizar o desvio entre direitos de voto e de fluxo de caixa.

O uso de pirâmide nas estruturas de propriedade torna possível o controle de algumas empresas mesmo com uma pequena parte de seu capital total. Segundo os autores, mais da metade das empresas no Brasil que têm famílias como acionista controlador usa pirâmides em suas estruturas de propriedade acionária.

4.6.5 O ambiente legal

La Porta *et al.* (*apud* SILVEIRA, 2002, p.42), argumentam que as leis de proteção aos direitos dos investidores e o nível de *enforcement* relativo à aplicação dessas leis, têm influência determinante na evolução dos mecanismos de governança corporativa das empresas.

Em uma perspectiva microeconômica, Carvalho (*apud* SILVA, 2006, p.16) enfatiza que a base da atrofia do mercado de capitais nacional está no baixo nível de proteção do qual gozam acionistas minoritários e credores no Brasil, sendo esses os principais conflitos de agência encontrados no país. O ambiente legal é de vital importância para a proteção dos investidores. As normas existentes e a obrigatoriedade do seu efetivo cumprimento são elementos essenciais para fazer valer os direitos dos acionistas e credores.

Diversas pesquisas internacionais justificam a proteção legal aos acionistas minoritários. La Porta *et al.* (*ibid.*), ressaltam que quando grandes acionistas controlam uma empresa, suas políticas podem resultar em expropriação dos acionistas minoritários, reduzindo o valor da mesma. Em pesquisa que analisou a amostra de 49 países, incluindo o Brasil, os autores afirmam que a concentração de propriedade acionária é negativamente relacionada à proteção dos direitos dos acionistas. Os países com melhores proteções legais tendem a apresentar uma maior dispersão da propriedade e valor das empresas, e seus mercados financeiros e de capital são mais desenvolvidos. Em outro estudo, de acordo com La Porta *et al.* (*apud* SILVEIRA, 2002, p.43), comprovou-se que os países que têm um grande número de empresas sob controle familiar e estatal possuem ineficientes mecanismos de proteção legal aos acionistas.

Em muitos países como o Brasil, a origem da proteção legal está ligada com as leis de seus colonizadores. De acordo com as características das leis de cada país, estes estão divididos em *commom-law* e *civil-law*. Países colonizados por Portugal e Espanha têm como característica a *civil-law* e países colonizados pela Inglaterra têm como característica a *common-law*. Segundo Soares (2005, p.43), há uma grande diferença entre a qualidade da proteção aos investidores, de acordo com o tipo de base legal vigente em cada país. As evidências apontaram que nos países baseados na Lei Comum Britânica, os direitos dos investidores, tanto acionistas como credores, têm sido mais protegidos.

A legislação brasileira que regulamenta as companhias de capital aberto (Lei 6.404/76), sofreu várias alterações devido às influências políticas e econômicas. Estas mudanças, ao contrário de proteger os acionistas minoritários, quase sempre lhes suprimiram direitos. Nenova (*apud* SOARES, 2005, p.44), utilizando dados brasileiros relacionados a duas mudanças na legislação, uma em 1997 e outra em 1999, empreendeu um estudo sobre como mudanças no ambiente legal podem afetar o valor do controle. A primeira mudança ocorreu com a Lei 9457/97, que enfraqueceu a proteção aos acionistas minoritários. Os dados analisados demonstraram um acréscimo no valor do controle em resposta a esta lei. Posteriormente, em 1999, a CVM publicou uma Instrução (299/1999), que restaurou várias das regras que protegiam os minoritários. A resposta foi uma queda no valor do controle. A explicação dada para tais mudanças no valor do controle foi que, com o enfraquecimento da proteção aos minoritários, tornou-se menos custosa a sua expropriação pelos controladores, o que provoca um aumento no preço do controle. O caminho inverso ocorreu quando da volta de normas protetoras aos minoritários.

Também Saito (*apud* SOARES, 2005, P.44), em trabalho sobre o ambiente legal e a expropriação de minoritários no Brasil, estudou os efeitos da Instrução CVM 299 sobre os direitos dos acionistas minoritários. O autor relacionou a recompra de ações com a expropriação dos direitos do acionista minoritário, o impacto da nova legislação sobre tais direitos e a relação entre estes direitos e *takeovers*. Os resultados apontaram que, apesar da mudança na legislação, os acionistas minoritários continuaram alvo de expropriação. O estudo também evidenciou que empresas com menor grau de separação entre controle e direito a fluxo de caixa, e maior liquidez, tendem a uma menor expropriação de seus acionistas minoritários.

Alguns trabalhos, como o de La Porta et al. (1998), mostram que a prática generalizada da expropriação de acionistas minoritários acaba por inviabilizar o mercado de ações como mecanismo de financiamento para as empresas. Os benefícios obtidos com a abertura de capital dependem da liquidez das ações da empresa. Como a liquidez depende da presença de investidores minoritários, torna-se imperiosa a adoção de mecanismos mais eficazes de proteção a minoritários.

A existência do conflito entre minoritários e majoritários através da política de dividendos das empresas no mercado brasileiro foi testada por Procianny e Snider (*apud* SOARES, 2005, p. 46). A partir de uma amostra de empresas brasileiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, os autores estudaram as modificações tributárias ocorridas no Brasil entre 1988 e 1989, que deixaram de tributar a distribuição de dividendos e passaram a tributar os ganhos de capital. O teste realizado parte do fato de que controlador deveria tirar proveito da referida modificação e aumentar a distribuição de dividendo, maximizando, desta forma, a riqueza dos acionistas em geral. Por outro lado, dado que o controle nas empresas brasileiras é exercido com uma pequena parcela do seu capital, a distribuição de dividendos se dará numa proporção menor para o controlador em relação aos demais acionistas. Isso, aliado ao fato de que a retenção de lucros diminui a alavancagem financeira, diminuindo assim o risco da empresa, proporciona ao controlador um forte apelo à retenção de lucros. Os testes realizados comprovaram a retenção de dividendos, proporcionando evidências sobre o conflito apontado pelos autores. (SOARES, 2005).

Em outro estudo, a relação entre estrutura de capital e estrutura de propriedade e controle nas empresas brasileiras foi testada por Schorrenberger e Procianny. De acordo com Soares (2005), a partir de companhias não financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, os autores verificaram a relação entre a concentração acionária das empresas e a alavancagem das mesmas. Através de uma regressão linear múltipla, verificaram a influência da concentração acionária das empresas na composição do seu passivo. Incluindo na regressão os itens tamanho, setor e ano, os autores realizaram regressões considerando diversas *proxies* para estrutura de capital e concentração acionária. Os resultados encontrados comprovaram a existência de influência da concentração acionária na estrutura de capital das empresas. Isto evidencia a existência da relação, mas indica que existem

outros fatores explicativos da estrutura de capital. Uma possível razão teórica para os achados são os benefícios privados que podem estar relacionados à estrutura concentrada de propriedade.

Procianoy e Caselani (*apud* SOARES, 2005, p.47), ao segmentar a amostra de emissões de ações de acordo com o controle acionário, encontraram evidências da influência da estrutura de propriedade sobre a estrutura de capital das empresas. Segundo Soares (2005), “[....] o fato das empresas com controle definido apresentarem um nível menor de destinação dos recursos provenientes das emissões em investimentos no ativo permanente dá margens a especulações sobre a destinação destes recursos: os fundos levantados podem ter sido destinados ao ativo não permanente, o que aumenta o fluxo de caixa livre à disposição, ou podem ter sido utilizados para a redução do passivo, o que tende a diminuir a monitoração dos credores sobre os atos da gestão da empresa”.

Dick e Zingales (*apud* CRUZ, 2003, p. 6), a fim de estimar os benefícios privados de controle, estudaram a transferência de controle acionário em empresas de 39 países. Os resultados apontam para prêmios de controle variando entre 4% e 65%. De acordo com o modelo utilizado pelos autores, o Brasil possui a maior média, com 65% de prêmio de controle sobre o valor de mercado das ações.

Os estudos citados confirmam a existência de conflitos entre acionistas majoritários e minoritários no Brasil. O ambiente legal brasileiro, somado à estrutura de propriedade concentrada, proporciona oportunidades para a expropriação dos minoritários, seja por apropriação dos lucros, instalação de membros não qualificados da família do controlador em posições gerenciais, ou mesmo através da venda de produtos ou ativos da firma da qual detêm o controle para outra empresa possuída por eles, a valores abaixo do preço de mercado. Os resultado também sugerem a contribuição da estrutura de propriedade para a explicação da estrutura de capital das empresas negociadas no país.

4.6.6 Mecanismos de governança corporativa

Em razão da existência de custos nos conflitos de agência, é necessário que se estabeleçam mecanismos de controle, de forma a alinhar os interesses das partes envolvidas e minimizar os custos.

Segundo Jensen (*apud* Okimura, 2003, p.19), os mecanismos de governança podem ser classificados dentro de quatro categorias de “forças de controle” sobre uma empresa:

- o ambiente legal, político e regulatório;
- o mercado de capitais e de fusões e aquisições;
- o mercado competitivo do setor de atuação;
- os mecanismos internos.

Dois desses mecanismos internos, o Conselho de Administração e a estrutura de propriedade, serão descritos, mais especificamente, a seguir.

4.6.6.1 Conselho de Administração

Segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (*apud* PALUDO, 2004, p.35), o Conselho de Administração de uma empresa é constituído geralmente pelos indivíduos, que são eleitos e designados pelos proprietários para que, via de regra, representem os interesses dos últimos e monitorem os altos executivos da mesma empresa. Sua missão principal é a de proteger o patrimônio, garantir a maximização do retorno e agregar valor à empresa.

O conselho deve garantir a equidade, ou seja, tratamento idêntico entre acionistas minoritários e majoritários; transparência nas atitudes da empresa, para que esta divulgue, amplamente, o maior número de informações possíveis que impliquem em alterações do valor da mesma; confiabilidade dos relatórios contábeis divulgados pela empresa e obediência às leis do país no qual tem valores mobiliários em negociação.

Para Silveira (2002, p.72), o conselho de administração tem um papel fundamental na governança corporativa. Ele é fundamental na minimização dos custos de agência e resolução de conflitos. Por isso, é considerado o principal mecanismo interno de GC.

Para evitar que os Conselhos de Administração sofram pressão dos controladores que desejam obter favorecimentos próprios e deixem de cumprir seu verdadeiro papel, que é a defesa dos interesses dos acionistas, a OCDE (2003), sugere que sejam instalados comitês, pelo Conselho de Administração, visando à

resolução de conflitos, que podem ocorrer dentro da empresa. Esses devem ser compostos pelos próprios conselheiros e tem como objetivo primordial, garantir a confiança dos investidores.

Segundo a OCDE (2003, p.30), a remuneração recebida pelos conselheiros, não deve comprometer “[...] a capacidade dos conselheiros em exercer julgamento independente, no interesse exclusivo da empresa e de seus acionistas”. Para Hitt, Ireland e Hoskisson (*apud* PALUDO, 2004, p.37), muitas vezes essa remuneração pode vir por intermédio de gratificações a longo prazo, que são, em sua maioria, opções de compra futura de ações da empresa. De acordo com Paludo (2004), esse tipo de recompensa pode, via de regra, manter altas as cotações das ações da mesma. No entanto, os mesmos autores dizem que este mecanismo não costuma ser sempre eficiente. Isso se dá, em grande medida, porque as decisões dos administradores não costumam ser simples e existem grandes incertezas quanto ao futuro da economia, das leis e da sociedade. Por isso, a tarefa de remunerar um administrador com base no desempenho da empresa torna-se extremamente complexa.

Nos últimos anos, os Investidores Institucionais tem atuado de forma mais intensa junto aos Conselhos de Administração, e tem sido maior a presença de conselheiros independentes.

4.6.6.2 Estrutura de Propriedade

Segundo Silveira (2002, p. 73), a estrutura de propriedade exerce um papel de extrema importância na GC das empresas. Isso é evidenciado pelas diferentes relações de agência que existem em duas estruturas distintas.

Para Demsetz e Lehn (*apud* SILVEIRA, 2002, p.47), as consequências do grau de concentração acionário estão associadas aos custos e benefícios para o desempenho e valor das empresas, e as causas relacionam-se com os fatores que determinam o grau de concentração, como instabilidade do mercado, tamanho da empresa e estrutura de capital.

Shleifer e Vishny (*apud* OKIMURA, 2003, p.28), afirmam que a existência de acionistas controladores pode ter efeito deletério para uma empresa, devido à

possibilidade dos interesses dos acionistas controladores não estarem alinhados com os interesses dos demais acionistas.

De acordo com Okimura (*ibid.*), nas empresas com estrutura de propriedade concentrada, os acionistas controladores podem transferir recursos da empresa em benefício próprio. Essa atitude entrega aos acionistas minoritários os custos excedentes provenientes dessa operação. Isso pode ser ainda pior quando esses “controladores” fazem parte do Conselho de Administração da empresa. Através do uso desse cargo eles passam a ter um poder maior sobre a diretoria da empresa, com chances reais de expropriação dos lucros, principalmente nas empresas em que existem a separação de ações ordinárias e preferenciais.

No entanto, alguns autores consideram que a existência de propriedade difusa torna difícil uma monitoração mais eficiente dos administradores da empresa. Hitt, Ireland e Hoskisson (*apud* PALUDO, 2005), observam que, nas empresas com “[...] elevada concentração de propriedade, é maior a probabilidade de que as decisões estratégicas dos gerentes se destinem a maximizar o valor para os acionistas”.

La Porta e Bebchuk (*apud* SILVEIRA, 2002), argumentam ainda, que a existência de um acionista controlador em países com baixa proteção legal pode ser necessária, devido aos altos custos de agência, provenientes de um monitoramento mais incisivo dos administradores. A presença de grandes acionistas faz com que estes acabem absorvendo a maior parte dos custos de fiscalização dos administradores, pois os ganhos desta operação serão bem maiores que seus custos. Tal fato tem implicação direta na redução dos custos de agência da empresa.

Segundo Bebchuk (*apud* SILVEIRA, 2002, p.43), quando os acionistas controladores pulverizam as ações da empresa eles acabam por abrir mão desses benefícios. Nos países em que a proteção legal dos acionistas pode ser considerada baixa, uma oferta pública de ações é ineficaz como mecanismo de pulverização do controle. O mais provável é que, por meio desta, ocorra apenas a troca de mãos do controle da empresa, de um para outro acionista controlador. Na maioria das vezes, haverá alguma pessoa ou entidade interessada em incorporar benefícios privados do controle, oriundos do acionista controlador anterior.

Entretanto, outras visões discordam dos benefícios que a concentração de propriedade poderia, porventura, trazer aos acionistas não controladores da empresa. Burkart (*apud* OKIMURA, 2003), diz que a concentração de propriedade é fator determinante na expropriação de riqueza dos acionistas não controladores (ou “minoritários”). Essa pode vir por meio de estruturas piramidais, propriedade cruzada ou emissão de ações sem direito a voto.

Segundo Okimura (2003, p. 30) “estrutura piramidal é um mecanismo de controle através de níveis hierárquicos entre empresas”. Já a propriedade cruzada é uma forma de proteger os acionistas controladores, que se usado em combinação com a emissão de ações sem direito a voto tem a função básica de perpetuá-los no poder.

Nos países em que a proteção aos acionistas não é efetiva, argumenta Silveira (2002), a tendência é que os minoritários tenham parte de seus direitos usurpados pelos controladores. Para o autor, o fato de os investidores serem racionais, faz com que eles esperem esse tipo de comportamento usurpador do acionista controlador. Isso faz com que os investidores fiquem receosos em adquirir novas ações de empresas. Conseqüentemente, o final dessa cadeia é a redução do financiamento externo às empresas.

4.6.7 Governança Corporativa no Brasil

O cenário da Governança Corporativa vem passando por profundas alterações. Diante da importância do tema, vários esforços têm sido empreendidos na sociedade brasileira com vista a melhorar as práticas de governança corporativa adotada pelas empresas. Em 2001 foi instituída a Lei 10.303, destinada a reformar a Lei das Sociedades Anônimas, cujo objetivo essencial era uma maior proteção dos acionistas minoritários. Alguns códigos de melhores práticas de governança têm sido editados por agentes importantes do mercado de capitais, tais como: códigos de boas práticas de governança corporativa do IBGC, ANBID, além das recomendações da CVM sobre governança corporativa.

A principal atuação no sentido de buscar melhores práticas de governança corporativa foi a instituição, pela Bovespa, no final de 2000, do Novo Mercado e dos níveis diferenciados de Governança Corporativa (auto-regulação). As empresas que

se comprometeram, voluntariamente, através desse contrato privado, a adotarem padrões de governança corporativa superiores, foram indexadas no Índice de Governança Corporativa (IGC) da Bovespa, que passou a ser calculado a partir de junho de 2001. Em síntese, tal índice comporta uma carteira de empresas que se comprometeram voluntariamente a adotar melhores padrões de governança corporativa.

Com relação às principais características dos sistemas de GC existentes no mundo, duas visões podem ser consideradas acerca desse tema. A primeira é aquela que apresenta uma preocupação quase que exclusiva com os acionistas da empresa. A segunda é a que está presente na maioria dos outros países do mundo, na qual a preocupação vai além daquela relacionada apenas aos acionistas em si, indo ao encontro dos interesses de toda a sociedade.

Quando se fala em GC no Brasil, muitas vezes, “vem à mente” de grande parte dos agentes econômicos o problema do subdesenvolvimento do mercado de capitais nacional. A falta de liquidez e credibilidade são marcas registradas do referido mercado. Nisso destaca-se a falta de pujança do que talvez seja o seu principal segmento, o mercado de ações. Este apresentou e ainda apresenta um número reduzido de empresas de capital aberto e com pequena pulverização do capital acionário das existentes. Nestas é comum à presença de um acionista majoritário controlador que administra a aplicação dos recursos da mesma. Por isso, o conflito de agência característico do Brasil, é entre acionistas controladores e minoritários.

4.6.8 Níveis diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado da BOVESPA

No final de 2000, foram criados pela Bovespa, três novos segmentos de listagem para empresas a fim de atender a padrões diferenciados de GC. Estes segmentos, que vão além dos dispositivos da Lei das Sociedades Anônimas (Lei 10.303/01), estão divididos em níveis 1 e 2, além do Novo Mercado. A adesão é facultativa, porém, é necessário que a empresa assine um contrato com a BOVESPA, para que sua inclusão em um dos segmentos seja efetivada.

Uma das intenções da BOVESPA, com a criação desses segmentos é a de tentar oferecer um ambiente que proporcione uma maior segurança aos investidores e uma melhor valorização das companhias listadas nos mesmos. A idéia é a de que, a qualidade e a quantidade das informações prestadas reduz a incerteza e os riscos, reduzindo o custo de captação de recursos.

4.6.8.1 Nível 1 de Governança Corporativa diferenciada da BOVESPA

O Nível 1, caracteriza-se por exigir regras mais brandas de governança. As empresas que integram este nível comprometem-se, basicamente, a melhorar as informações prestadas a seus acionistas e a possíveis interessados na compra de ações das mesmas.

Neste nível, a preocupação maior é com a dispersão do capital, bem como um *disclosure* maior das informações financeiras, das transações envolvendo ativos de emissão da companhia e o relacionamento com os principais gestores. Outras características são:

- a) manter em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- b) realizar ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- c) melhorar as informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- d) informar negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- e) divulgação de acordos de acionistas;
- f) disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos;
- g) apresentação das demonstrações do fluxo de caixa.

Com relação à manutenção mínima de pelo menos 25% do total de capital em circulação, a intenção da BOVESPA é garantir um bom volume de ações em circulação propiciando a liquidez necessária para o fortalecimento do mercado secundário.

4.6.8.2 Nível 2 de Governança Corporativa diferenciada da BOVESPA

Neste nível, é adotado um conjunto mais amplo de práticas de governança. Ao integrar o nível 2 de GC diferenciada da BOVESPA as empresas, além de seguir as normas previstas pelo nível 1, comprometem-se a equilibrar os interesses de acionistas minoritários e controladores.

Há uma preocupação em incentivar um maior rodízio nos Conselhos de Administração das empresas. Além disso, a exigência de que os balanços patrimoniais da empresa sigam padrões internacionais de contabilidade, torna mais fácil a avaliação dessas empresas pelos investidores estrangeiros, trazendo maior segurança e propiciando uma maior demanda por esses papéis.

As principais características deste segmento são:

- disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP³ ou IAS⁴;
- 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;
- conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- 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;

³ US GAAP é a sigla do “*United States Generally Accepted Accounting Principles*” que são os “Princípios de Contabilidade Geralmente Aceitos nos Estados Unidos da América”. Estas normas devem ser seguidas por todas as empresas, incluindo as de outros países, que quiserem negociar suas ações e/ou títulos em Bolsas de Valores em território Americano.

⁴ IAS é a sigla do “*International Accounting Standards*”, que significa “Normas Internacionais de Contabilidade”.

- 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 no Nível 2;
- informar a existência e a vinculação à cláusula compromissória de arbitragem, que tem o intuito de resolver possíveis conflitos societários propiciando as empresas economia de tempo e recursos.

4.6.8.3 O Novo Mercado da BOVESPA

O NM tem o intuito de promover um maior desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Alguns países da Europa criaram segmentos em suas Bolsas de Valores similares ao NM brasileiro. De acordo com a BOVESPA, podem ser citados como exemplos dessa iniciativa o *Neuer Market* na Alemanha, o *Nuovo Mercato* na Itália, o *Nouvéau Marche* na França e o e o *TechMark* na Inglaterra. O Novo Mercado funciona como um *selo de qualidade* cujo valor reside nas obrigações contratuais assumidas pela empresa e na maneira como a Bovespa administra tais contratos (CARVALHO, 2002, p.27).

A abertura de capital via NM, se faz através de uma distribuição pública com valor mínimo de R\$ 10 milhões, seja ela primária, secundária ou uma combinação das duas (BOVESPA, 2002). As empresas que já estiverem listadas na BOVESPA não necessitam de distribuição pública para migrarem ao NM, desde que tenham no mínimo 500 acionistas e atendam as demais disposições do regulamento (BOVESPA, 2002). Além disso, as empresas devem se comprometer em atender a todas as exigências impostas as companhias listadas no nível 2 da BOVESPA, e todo o capital acionário deve ser constituído por ações ordinárias, ou seja, com direito a voto, eliminando as ações preferenciais.

Outra regra do NM que dá maior proteção ao pequeno investidor reza sobre a alienação de controle da empresa. Segundo a BOVESPA (2002), “[...] em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, assegurando-se o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor”. Isso é chamado no mercado financeiro de *tag along* de 100%. Este se refere ao prêmio de controle da companhia. Ao estender o referido prêmio a todos os

demais acionistas espera-se que, em contrapartida, o mercado reconheça esta garantia e melhore a precificação das ações das referidas empresas.

O objetivo com a criação do NM é transmitir uma imagem positiva das negociações de valores em mercados de capitais e, como consequência, uma obtenção pela empresa de ganhos em termos de liquidez e uma maior facilidade e redução no custo de captação dos recursos.

4.6.9 O Índice de Governança Corporativa

O Índice de Governança Corporativa (IGC) objetiva medir o desempenho de uma carteira teórica composta pelas ações dos três segmentos de empresas com boas práticas de GC da BOVESPA. Todas as empresas listadas nos níveis 1 e 2 de GC diferenciada da BOVESPA e no NM fazem parte do referido índice. Essas empresas só não serão incluídas no mesmo se possuírem uma liquidez muito estreita de seus papéis (BOVESPA, 2002).

As ações que compõem a carteira que forma o referido índice são ponderadas pelo seu valor de mercado multiplicado por um fator de governança. Esse último terá pesos (2), (1,5) e (1), para os papéis das empresas do NM, níveis 2 e 1, respectivamente. A participação de uma empresa no IGC não poderá ser superior a 20%. Caso isto ocorra serão feitos ajustes que visam adequar o peso do papel a este limite. Segundo a Bovespa, essas reavaliações são feitas quadrimestralmente. A base do índice foi fixada em 1000 pontos no dia 25 de junho de 2001 com seu divisor alterando-se para acomodar possíveis exclusões ou inclusões e quando houver ajustes decorrentes de proventos (bonificações, desdobramentos, grupamentos e subscrições) distribuídos pelas empresas. Serão excluídas também da carteira do índice as empresas que venham a entrar em concordata, falência ou então, retirem parte significativa de suas ações do mercado.

O surgimento de ambientes como os segmentos de GC diferenciada da BOVESPA e demais mecanismos de regulação, controle e avaliação, são extremamente importantes. As boas práticas de GC trazem mais segurança aos investidores, atraindo-os a aplicar suas reservas no mercado de ações, melhorando a liquidez dos respectivos papéis e fazendo desenvolver este mercado.

5 – CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

O aumento da poupança interna e investimento, que é a base para o crescimento de um país, dependem de um Sistema Financeiro organizado, que garanta agilidade e transparência nas transações.

No Brasil, os desequilíbrios fiscais crônicos, o processo inflacionário e as estruturas institucionais inadequadas, contribuíram para um longo período de instabilidade econômica e incertezas, afugentando o capital externo e inviabilizando o crescimento econômico do país. Em função da percepção de instabilidade política, econômica e social, não havia motivação para o investimento em longo prazo, mesmo que este considerasse expectativas de um maior retorno. Além disso, a falta de divulgação e incentivo dos órgãos reguladores, eram fatores inibidores dos investidores em atuarem neste mercado.

O aperfeiçoamento do sistema financeiro, principalmente a partir dos anos 90, possibilitou a entrada de capital estrangeiro no país, tendo como canal principal, o mercado acionário. A abertura da economia expandiu o comércio internacional, impulsionando a competitividade entre as empresas e conseqüentemente uma demanda maior de capital. A partir do Plano Real, a existência de um ambiente macroeconômico estável, com a contenção da inflação, a estabilização da moeda e a implantação de um regime cambial flexível, criam uma percepção favorável aos investidores nacionais e internacionais quanto ao processo de tomada de decisão de investimento, apresentando um cenário mais positivo aos investimentos no mercado de ações.

O investimento em ações é um elemento propulsor da dinâmica do mercado financeiro no desenvolvimento dos países. São inúmeras as razões para as empresas abrirem seu capital no mercado acionário: aumento da capacidade competitiva, solução para os problemas de sucessões, maior transparência na administração, os pagamentos de dividendos são compulsórios e mais pessoas participam das empresas refletindo maior participação social.

Apesar do avanço nas medidas políticas implantadas a partir da década de 90, que permitem uma maior divulgação e incentivo junto aos investidores para que atuem no mercado de ações, o Brasil ainda é um país pouco desenvolvido nesta área. A principal constatação é de que, questões conjunturais, principalmente no que

se refere à política monetária e tributária do país no período e, ainda, os altos custos de abertura e manutenção das empresas na Bolsa, tem emperrado o crescimento deste mercado. Além disso, o Brasil ainda está caracterizado, em sua maioria, por pequenas e médias empresas familiares, o que encarece os custos de abertura e manutenção em bolsa, dificulta a reestruturação da empresa e inibe o compartilhamento da administração com outros acionistas. Estas características das empresas no país acabam por demonstrar que a eficiência na capitalização via mercado acionário de forma que atinja cada vez mais empresas, passa também por uma política de redução dos custos e pela mudança do perfil das empresas no país.

Uma primeira conclusão é a de que não há uma única barreira ao desenvolvimento do mercado de ações, mas várias. No período analisado, as emissões primárias de ações apresentaram inconstância, sendo possível perceber que o mercado acionário, apesar de potente viabilizador dos projetos de financiamento, tem sua eficiência dependente de fatores conjunturais, da política econômica adotada e da vulnerabilidade da economia frente ao mercado externo.

As elevadas taxas de juros reduzem o percentual de investimentos de risco na carteira dos investidores. A relação risco *versus* retorno é muito mais favorável aos títulos públicos, visto que o investidor aplicará seus recursos a uma taxa de juros atraente e que o governo paga praticamente sem riscos. De certa forma, é evidente a inibição dos investidores no mercado acionário, que apresenta riscos maiores e retornos em longo prazo. As altas taxas de juros que chegam a colocar o país em primeiro lugar no *ranking* dos principais países do mundo, com uma taxa de 12,6% a.a em 2005 versam contra toda possibilidade de crescimento.

A alta carga tributária também atinge negativamente o mercado acionário. A reforma tributária é uma questão primordial para aumentar a competitividade do mercado de capitais e reduzir custos para as operações financeiras em bolsas de valores. Um bom exemplo do prejuízo que uma alta carga tributária impõe ao mercado foi a incidência do CPMF sobre as transações financeiras que, conforme demonstrado, derrubou sobremaneira a performance do mercado de ações no período em que vigorou.

Importante questão salientada neste trabalho é uma maior divulgação dos princípios de Governança Corporativa, tais como: proteção dos direitos dos acionistas, transparência da companhia, responsabilidade clara e definida dos

administradores na gestão da empresa. Estes princípios asseguram ao investidor um ambiente institucional que proteja os seus direitos, tornando-se um ponto importante na absorção de novos investidores. Por último, deve-se por em relevo que a falta de conhecimento do mercado acionário, por parte dos investidores, é um dos principais fatores do pequeno volume de recursos captados em relação a outros investimentos. O mercado de ações é movido por uma ferramenta básica: a informação. Os investidores precisam demandar toda e qualquer informação sobre o contexto político, econômico e social do país e do mundo; informações institucionais, mercadológicas, sociais e financeiras das organizações. O sucesso do investimento em ações depende fundamentalmente da capacidade de análise do investidor.

Levando em conta a magnitude dos recursos mobilizados e a qualidade do ambiente regulatório construídos nos últimos anos, o mercado de ações brasileiro tem condições de assumir posição de liderança no suprimento de recursos para o financiamento do crescimento. Os dados analisados no que se refere aos volumes negociados e investidores na bolsa, em período recente, foram positivos refletindo novamente que cada vez mais a bolsa é vista por um maior número de investidores e poupadores como alternativa para realização de seus projetos.

Nas atuais circunstâncias, não obstante a relevância de se manter a perspectiva de queda da taxa básica de juros, com base na manutenção da política de ajuste macroeconômico, a ação prioritária e urgente reside em fazer uma opção clara e inequívoca pelo investimento privado, mediante condições que consolidem a confiança dos investidores no ambiente regulatório e no crescimento do país, e promovam um salto positivo nas condições de financiamento.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa**. São Paulo: Atlas, 2004.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- BOVESPA. **Informes técnicos**. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. Último acesso - Em: Abril de 2007.
- BOVESPA. **A Importância do Mercado de Ações para o desenvolvimento da economia e do País**. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Investidor/Iniciantes/asp> Acesso em fevereiro de 2007.
- BOVESPA. **Níveis diferenciados de governança corporativa**. São Paulo: Bovespa. 2002. Disponível em: <http://www.novomercadobovespa.com.br/nm_publicacoes.shtml> Acesso em Abril de 2006.
- CARVALHAL DA SILVA, A. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto**. RJ, 2002. Tese Doutorado em Administração - Instituto COPPEAD de Administração - Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- CARVALHO, A. G. de. **Ascensão e Declínio do Mercado de Capitais no Brasil: A Experiência dos Anos 90**, Programa de Seminário Acadêmico, Seminário 25/00, Brasília. 2000.
- _____. **Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva**. Revista de Administração da USP, São Paulo, v. 37, n.3, p.19-32, 2002.
- _____. **Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa**. São Paulo: Bovespa Abril/2003. Acesso em Maio de 2007. Disponível em: <http://www.novomercadobovespa.com.br>>.
- CARVALHO, F. J. C., *et al.* **Economia Monetária e Financeira: teoria e política** 4. ed. Rio de Janeiro: Campos, 2000. 453p.
- CAVALCANTE, F. S. ; MISUMI, J. **Mercado de Capitais**. 4. ed. Belo Horizonte: CNBV, 1998. 333p.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Junho, 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em Maio de 2006.
- CRUZ, F. C. **Benefícios Privados de Controle, Ambiente Legal e Desenvolvimento do Mercado de Capitais: um estudo do caso brasileiro**. Dissertação de Mestrado apresentada à Escola de Pós-Graduação em Economia – FGV. 2003.

DORNBUSCH, R. E FISCHER, S. **Macroeconomia**. 5ª ed. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1991.

FORTUNA, E. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 15, 16, 17. ed. rev. e ampliada Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999, 2001, 2005. 624 p.

MELLO, P. C. **Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico**. (Cap. II). In: CASTRO, Helio Oliveira Portocarrero (Org.). **Introdução ao Mercado de Capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: IBEMEC, 1979, p. 25-36.

NOVAES, A. , 2004; **"Mercado de Capitais: Lições da Experiência Internacional"**. Artigo produzido no âmbito do convênio ANBID – IEPE / cdG.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo: USP, 2003. 120 f. Dissertação de Mestrado. Acesso em 12/03/2007. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11122003-162833>>

OREIRO, J. L. C. , 2005; **Curso de Especialização em Contabilidade e Finanças** – Apostila da Disciplina de Mercado de Capitais.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). **Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina**. Tradução de Pinheiro Neto Advogados, Danvers – USA: OCDE, 2003, 77 p. Disponível em <<http://www.oecd.org/dataoecd/49/50/24277169.pdf>> Acesso em 20/08/2006.

PALUDO, M. R. **Governança Corporativa: uma Alternativa para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro**. Tese de Dissertação / UFSC, 2004.

PROCIANOY, J., CASELANI, C., 1997. **Emissão de Ações como Fonte de Crescimento ou Fator de Redução do Risco Financeiro: Resultados Empíricos**. *Revista de Administração*, v. 32, n. 3, 70-81.

SILVA, P. R. **Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Crescimento Econômico no Brasil**. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Uberlândia, 2006.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: USP, 2002. 152 f. Dissertação de Mestrado. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056>> Acesso em 13/05/2007.

SOARES, R. O. **Estrutura de Capital em Empresas com Controle Definido: um Estudo no Ambiente Brasileiro**. Tese ao Programa de Pós Graduação em Administração - UFRGS, 2005.