

JULIANE DA COSTA E SILVA

**MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL: UMA AVALIAÇÃO DAS TENDÊNCIAS
RECENTES**

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Luiz Curado.

**CURITIBA
2008**

TERMO DE APROVAÇÃO

JULIANE DA COSTA E SILVA

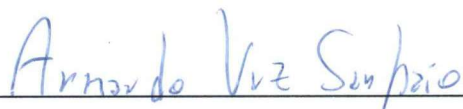
MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL: UMA AVALIAÇÃO DAS TENDÊNCIAS RECENTES

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas, pela Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, mediante a seguinte banca examinadora:

Orientador: _____


Prof. Dr. Marcelo Luiz Curado

Professor do Departamento de Economia da UFPR


Prof. Dr. Armando Vaz Sampaio

Prof. Dr. Armando Vaz Sampaio

Professor do Departamento de Economia da UFPR


Prof. João Basílio Pereima Neto

Professor do Departamento de Economia da UFPR

**CURITIBA
2008**

Dedico àqueles que, de alguma maneira, contribuíram direta ou indiretamente para conclusão desse trabalho.

Ao meu pai Osmar Perardt e sua esposa Marli Perardt.

Aos meus amigos e irmãos.

E dedico, com especial carinho, à minha mãe, Sirlei Moraes da Costa (*in memoriam*), que foi e sempre será o motivo para todas as minhas realizações.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, pela vida, bênção e proteção.

Ao meu orientador Dr. Marcelo Curado, por sua rica contribuição intelectual, pelo tempo dedicado às minhas dúvidas, e principalmente pela sua paciência.

Ao meu pai, Osmar Perardt, pelo amor e incentivos estendidos a mim nesse momento de dedicação ao trabalho e estudo.

Aos meus amigos e amigas, por entenderem a minha ausência, em especial às amigas Aliane Kanso e Vanessa Sampaio pelas conversas pertinentes ao tema do trabalho.

E como não poderia deixar de fazer, agradeço à minha querida Drika, que nos momentos de estudo permaneceu fiel, companheira e amável como sempre.

RESUMO

O presente trabalho promove uma análise do comportamento recente do mercado de capitais brasileiro. Particularmente entre 2004 e a recente crise financeira internacional foi verificada uma significativa ampliação deste mercado. Esta monografia argumenta que diversos aspectos de natureza microeconômica, macroeconômica e institucional devem ser levados em consideração na explicação do fenômeno. Assim, a estabilidade econômica, o crescimento do produto, a redução da taxa de juros básica (promovida a partir meados de 2005), os avanços tecnológicos e os esforços promovidos pela BOVESPA são elencados como fatores que devem ser levados em consideração para o entendimento deste crescimento do mercado.

Palavras-chave: Mercado de Capitais. Risco-Retorno. Bolsa de Valores. Crise Financeira.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – FLUXO MONETÁRIO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	25
FIGURA 2 – FUNÇÃO ECONÔMICA DOS ATIVOS FINANCEIROS.....	31

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - CAPITAL ALLOCATION LINE.....	11
GRÁFICO 2 - FUNÇÃO DEMANDA POR MOEDA MOTIVO DE ESPECULAÇÃO	18
GRÁFICO 3 - RENDIMENTO IBOVESPA – EVOLUÇÃO 2004-2008	47
GRÁFICO 4 – TAXA BÁSICA DE JUROS – SELIC. 2004 – 2008.....	50

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – DADOS HIPOTÉTICOS PARA O CÁLCULO DO PARÂMETRO α	16
TABELA 2- DIREITOS DOS ACIONISTAS	33
TABELA 3 - EMISSÕES PRIMÁRIAS NA BOVESPA – 2003 - 2008	46
TABELA 4 – RENDIMENTOS NOMINAIS BRUTOS DAS PRINCIPAIS APLICAÇÕES FINANCEIRAS 2004-2008	51

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
2 REFERENCIAL TEÓRICO	9
2.1 RISCO, RETORNO E DIVERSIFICAÇÃO DE PORTIFÓLIO.....	9
2.1.1. Conceitos Básicos: risco, retorno e a <i>Capital Allocation Line</i>	9
2.1.2. O modelo CAPM.....	13
2.2 PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ, EXPECTATIVAS e PRECIFICAÇÃO DE ATIVOS NA LITERATURA KEYNESIANA	17
2.2 PRECIFICAÇÃO DE ATIVOS NA VISÃO KEYNESIANA.....	20
2.3. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	22
3. MERCADO DE CAPITAIS: ASPECTOS INSTITUCIONAIS E PRODUTOS	23
3.1 INSTITUIÇÕES REGULADORAS DO MERCADO DE CAPITAIS	26
3.1.1 Conselho Monetário Nacional.....	26
3.1.2 Banco Central do Brasil – BACEN.....	27
3.1.3 Comissão de Valores Mobiliários	28
3.1.4 Serviço Especial de Liquidação E Custódia – SELIC	29
3.1.5 Central de Custódia e Liquidação e de Liquidação Financeira de Títulos - CETIP	30
3.2 OPÇÕES DE INVESTIMENTOS: PRINCIPAIS PRODUTOS DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	30
3.2.1 Principais Ativos Privados de Renda Variável Negociados no Mercado de Capitais.....	32
3.2.2 Principais Ativos Privados de Renda Fixa Negociados no Mercado de Capitais.....	36
3.2.3 Principais Ativos Públicos de Renda Fixa.....	40
3.3 BOLSA DE VALORES.....	41
3.3.1A Bolsa de Valores de São Paulo - BM&FBOVESPA S.A.....	43
3.3.1.1 História	43
3.3.2 Sociedades Corretoras e Distribuidoras	44
4 EVOLUÇÃO RECENTE DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL	45
4.1 MERCADO DE CAPITAIS E A SITUAÇÃO MACROECONÔMICA.....	45
4.2 COMPORTAMENTO DO INVESTIDOR E A EXPANSÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	49
4.3 AMPLIAÇÃO DOS INVESTIDORES INDIVIDUAIS E INCENTIVOS DA BOVESPA.....	52
4.4 PERSPECTIVAS SOBRE A CRISE FINANCEIRA MUNDIAL: BREVE DESCRIÇÃO	55
CONCLUSÕES	57
REFERÊNCIAS	59

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo analisar a evolução recente do mercado de capitais brasileiro. O estudo concentra-se no período que se estende de 2004 até a recente crise financeira mundial. A importância do mercado de capitais no mundo todo e seu crescimento significativo no país justificam o esforço empreendido na realização deste trabalho.

Ademais, justifica-se a importância de abordar um tema de interesse público como o mercado de capitais, tendo em vista a evolução do mercado acionário – cuja captação de recursos destinados à poupança contribui para fomentar investimentos nos setores público e privado, favorecendo, conseqüentemente, o desenvolvimento do País – e sua crescente importância no cenário financeiro internacional.

O referencial teórico concentra-se na análise da teoria convencional da relação risco-retorno na determinação da alocação de portfólio dos agentes. O conhecimento desta teoria é importante para este estudo na medida em que fornece os elementos básicos que norteiam a tomada de decisões dos agentes em sua alocação de recursos.

Não obstante, o crescimento do mercado de capitais brasileiro deve ser entendido através de uma análise que leve em consideração, além de aspectos microeconômicos, elementos da conjuntura macroeconômica, assim como a dimensão institucional do tema. Neste sentido, pretende-se analisar em que medida a estabilidade econômica, as alterações da taxa de juros e os avanços nas telecomunicações contribuíram, entre outros fatores, para o desenvolvimento recente do mercado de capitais brasileiro.

O entendimento do funcionamento deste mercado requer também uma discussão sobre a estrutura regulatória, assim como os produtos existentes no mercado de capitais. Seu estudo é relevante, particularmente em uma monografia de graduação que, em última instância, pretende aprofundar o conhecimento da área.

Para cumprir com o objetivo listado acima, este trabalho está organizado da seguinte forma: O capítulo 2 apresenta as teorias sobre alocação de portfólio, processo de precificação de ativos e preferência pela liquidez em momentos de incerteza. No capítulo 3 serão abordados aspectos institucionais do mercado de

capitais e seu funcionamento, bem como os principais produtos financeiros negociados no mercado. No capítulo 4 discuti-se o comportamento do mercado de capitais do país. A análise inclui também o comportamento do período mais recente, ou seja, apresenta-se, ainda que brevemente, uma discussão sobre os impactos da recente crise financeira sobre o mercado de capitais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nessa seção serão apresentadas as principais contribuições teóricas sobre risco, retorno e diversificação de portfólio, bem como modelos de precificação de ativos. Será desenvolvida a abordagem convencional da relação risco-retorno. Além disso, será apresentada uma breve discussão sobre a interpretação keynesiana sobre o tema. O entendimento dessas teorias facilitará a compreensão do tema central desse trabalho, ainda que o objetivo desta seção não seja o de esgotar a literatura nessa área de estudo.

2.1 RISCO, RETORNO E DIVERSIFICAÇÃO DE PORTIFÓLIO.

2.1.1. Conceitos Básicos: risco, retorno e a *Capital Allocation Line*

A decisão de investimento dos agentes financeiros depende de duas principais percepções: risco e retorno. Keynes (1983) explica que nosso conhecimento para previsão do retorno esperado de uma possível aplicação financeira, é limitado, ou seja, existem demasiados fatores econômicos envolvidos na determinação dos retornos dos ativos, o que dificulta a previsão dos ganhos futuros.

No entanto, a teoria das finanças utiliza como noção básica, a hipótese de que os agentes econômicos são racionais e utilizam da melhor forma possível as informações existentes na alocação de seu portfólio. O ponto de partida desta

análise encontra-se em supor que os agentes têm aversão ao risco. Isto não significa que os agentes não estão dispostos a correr riscos, mas sim que os agentes aceitam riscos maiores apenas e tão somente se estes riscos maiores gerarem também retornos maiores. Para dois ativos com o mesmo retorno esperado, o agente sempre irá desejar comprar o ativo com menor risco.

A relação risco-retorno é, portanto, o tema inicial da construção da Moderna Teoria dos Portifólios, a qual foi abordada inicialmente por Markowitz. Como exemplo introdutório podemos derivar a relação risco-retorno a partir da análise de um portfólio contendo um ativo de risco (*risky asset*) e um ativo livre de risco (*risk-free asset*)¹. Este exemplo é retirado de Siaw-Peng (2008)²

A relação risco-retorno de um ativo é medida através da taxa de retorno esperada de um ativo livre de risco (*risk-free rate*) (R_{rf}); do retorno esperado de um ativo com risco (R_r) e; da compensação pela aquisição de risco adicional (premio de risco).

$$E(R_r) = R_{rf} + [(E(R_r) - R_{rf})]$$

Desta forma, o retorno esperado de um ativo com risco deve ser igual a compensação mínima (R_{rf}) mais o “prêmio de risco” $[(E(R_r) - R_{rf})]$.

No primeiro exemplo, o qual o investimento pode ser realizado apenas com dois ativos - um livre de risco e outro com risco. O retorno esperado do portfólio será dado por R_p :

$$R_p = w R_r + (1-w) R_{rf}$$

onde w representa a proporção do portfólio alocada no ativo com risco.

Podemos determinar o retorno esperado do portfólio como:

$$E(R_p) = w E(R_r) + (1-w) R_{rf}$$

Efetuada as devidas transformações matemáticas, encontra-se:

¹ É importante observar que nenhum ativo é completamente livre de risco. Um ativo considerado livre de risco é definido como que tem o menor nível de risco entre todos os ativos avaliáveis. Dito diferentemente, ele é *risk-free* em relação aos demais ativos.

² Disponível em <http://www.ifa.com/Media/Images/PDF%20files/MPTTextbook.pdf>. Acessado em Jul/2008

$$E(R_p) = R_{rf} + w [E(R_r) - R_{rf}]$$

Desta forma, o retorno esperado do portfólio será dado pelo retorno do ativo livre de risco acrescido da diferença ponderada da expectativa de retorno do ativo com risco e do ativo livre de risco, ou seja, o prêmio de risco. O risco (desvio padrão) será, de acordo com Siaw-Peng (2008), por:

$$\sigma_p = \sqrt{w^2 \sigma_r^2 + (1-w)^2 \sigma_{rf}^2} = w \sigma_r$$

Conforme demonstrado anteriormente, há uma relação entre o risco e o retorno. Portanto, para analisar esta relação é preciso combinar a equação que fornece o comportamento do retorno esperado e o desvio - padrão (risco). O primeiro passo para tanto é estabelecer a proporção w em termos do desvio - padrão do portfólio e do ativo com risco. Assume-se que: $w = \sigma_p / \sigma_r$

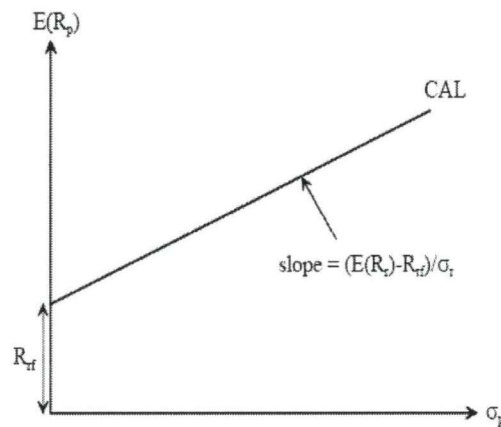
Substituindo o desvio-padrão no retorno esperado obtém-se uma equação que fornece a relação entre risco e retorno esperado para um portfólio composto por um ativo com risco e um ativo livre de risco, conhecida como Capital Allocation Line (CAL):

$$E(R_p) = R_{rf} + \frac{\sigma_p}{\sigma_r} [E(R_r) - R_{rf}]$$

$$E(R_p) = R_{rf} + \frac{[E(R_r) - R_{rf}]}{\sigma_r} \sigma_p$$

Graficamente a CAL pode ser apresentada tal como no gráfico abaixo.

GRÁFICO 1 - CAPITAL ALLOCATION LINE



Fonte: Siaw-Peng (2008),

A CAL em sua versão gráfica apresenta a relação direta entre risco e retorno esperado do portfólio, tal como anteriormente discutido. Para níveis maiores de risco (σ_p maior) maior deve ser o retorno esperado $E(R_p)$. O intercepto da reta é dado pelo retorno do ativo livre de risco, enquanto a sua inclinação é dada pela diferença entre o retorno do ativo com risco e do ativo livre de risco.

Em resumo, a CAL representa a relação entre o risco e o retorno de uma carteira de ativos, onde: $E(R_r) - R_{rf}$ é o prêmio de risco que representa a compensação pela compra de um ativo com risco (σ_r). Com um resultado, o coeficiente de inclinação representa o preço pelo risco. A inclinação é dada por:

$$\frac{E(R_r) - R_{rf}}{\sigma_r}$$

O segundo componente da CAL representa o total de compensação recebida em função da tomada de risco:

$$\frac{E(R_r) - R_{rf}}{\sigma_r} \sigma_p$$

Ou seja, a equação CAL nos informa que o retorno esperado do portfólio contém um retorno mínimo (R_{rf}) acrescido pela tomada de risco adicional.

2.1.2. O modelo CAPM

A discussão básica sobre a relação risco-retorno teve importantes desenvolvimentos a partir das contribuições de Hanrry Marcowitz e William Sharp. Marcowitz (1952) teorizou que um portfólio para ser considerado eficiente deveria possuir maior retorno para o seu nível de risco, ou então, menor nível de risco para uma dada taxa de retorno.

Marcowitz considerava a análise de três importantes variáveis na determinação da escolha de carteiras de investimentos eficientes: a taxa de retorno de cada título integrante do portfólio; as variações dessas taxas de retorno - a variância ou desvio padrão das taxas de cada título; e as relações entre a taxa de retorno de cada título com a de todos os outros títulos – covariância entre as taxas de retorno.

O modelo de Markowitz, segundo MUNIZ & KISTLER (1994) foi caracterizado por sua alta complexibilidade de cálculo - mesmo utilizando o auxílio do computador – não foi muito utilizado na prática como modelo de construção de portfólios ótimos. Alguns anos depois, William Sharpe (1972) criou um modelo mais simples, denominado de Modelo de Precificação de Ativos (*Capital Asset Pricing Model*³).

Segundo CAVALCANTE (2005) modelo CAPM, derivado da teoria do portfólio, busca como resposta a relação e mensuração do risco em relação ao retorno. Esse modelo participa do processo de avaliação de tomada de decisão em condições de risco⁴.

Segundo ASSAF (2003) o modelo CAPM utiliza algumas hipóteses para descrever o modelo financeiro, e sua relação risco-retorno e diversificação, essas hipóteses são: grande eficiência informativa do mercado, atingindo todos os

³ O Modelo de Precificação de Ativos (*Capital Asset Pricing Model-CAPM*), foi desenvolvido simultaneamente por SHARPE, LINTNER E MOSSIN.

⁴ ASSAF (2003) define o risco total de um ativo como sendo composto por dois tipos de riscos: sistemático e diversificável. O primeiro está relacionado às flutuações do sistema econômico como um todo. Dessa forma, este tipo de risco não pode ser eliminado pelo processo de diversificação de ativos, ou seja, está atrelado ao comportamento do mercado. Em relação a este risco as ações reagem de forma diferenciada, isto é, algumas sobem mais e outras menos, embora todas sejam afetadas. O risco diversificável é, no entanto, aquele que pode ser total ou parcialmente diluído pela diversificação da carteira, ou seja, está relacionado mais diretamente com as características básicas do título e do mercado de negociação.

investidores; não existem impostos, taxas ou outras restrições para os investimentos; todos os investidores têm a mesma percepção com relação ao desempenho dos ativos, formando carteiras eficientes a partir de idênticas expectativas; existe uma taxa de juros de mercado definida como livre.

Segundo estudo publicado por COSTA, MENEZES & LEMGRUBER (2000), esse modelo demonstra a relação risco entre o retorno de uma ação com o sendo linear, e esta relação pode ser explicada por um índice de mercado. Este modelo simplificado elimina a necessidade de se calcular as covariâncias entre todos os ativos, ou seja, basta para tanto verificar a sensibilidade entre a oscilação de um título e a oscilação de um índice de mercado ou o seu coeficiente beta.

Segundo ASSAF (2003) os coeficientes de risco sistemático (β) de cada título são calculados através da regressão entre seus retornos e um índice⁵ de mercado adequado. Este coeficiente indica a contribuição que o título traz à carteira de mercado, em termos de risco. A taxa de retorno requerida de um investimento relaciona-se ao seu beta através da seguinte expressão linear:

$$E(R_j) = R_{rf} + \beta^* [E(R_m) - R_{rf}]$$

onde: $E(R_j)$ = taxa de retorno requerida para o ativo j ; R_{rf} = taxa de retorno do ativo livre de risco; R_m = taxa de retorno da carteira de mercado; $(R_m - R_{rf})$ = prêmio por unidade de risco de mercado; β coeficiente de risco sistemático do ativo j ;

O coeficiente β pode ser obtido a partir de um modelo de regressão simples:

$$\beta = \text{COV}(R_j; R_m) / \text{VAR } R_m.$$

De acordo com Assaf (2003), o β é definido como a variância entre o retorno do ativo e o retorno do mercado dividido pela variância da carteira de mercado e, portanto, fornece uma medida da volatilidade dos retornos dos ativos em relação ao comportamento do mercado como um todo. Em última análise o β fornece a informação de como o preço de uma ação reage às oscilações no índice de mercado.

⁵ É considerado adequado o índice de mercado que tenha como critérios de ponderação o valor de mercado das ações, um exemplo de índice poderia ser o Ibovespa.

O entendimento do coeficiente β é fundamental na análise do modelo CAPM. Sinteticamente temos:

$\beta = 1,0$ significa que existe uma correlação perfeita entre o retorno da ação e os retornos do mercado como um todo. Desse modo, caso o mercado suba, por exemplo 5%, este título tende a subir na mesma intensidade, isto é, 5%.

$\beta < 1,0$ é considerado uma ação defensiva, de menor risco, tendo em vista que quando o mercado acionário apresenta uma queda de suas cotações, a ação tende a sofrer uma retração menor. Por outro lado, caso o mercado suba, esta ação tenderá a subir menos que o índice de mercado. A composição de uma carteira com um valor de $\beta < 1$ seria, portanto, indicada para investidores de perfil conservador.

$\beta > 1,0$ significa que esta é uma ação agressiva, de maior risco, isto porque caso o mercado apresente uma alta, este título tenderá a subir mais que o mercado. O inverso também é verdadeiro, caso o mercado apresente queda, o título deverá cair mais que proporcionalmente ao índice do mercado. Investidores agressivos deveriam compor suas carteiras com $\beta > 1$.

Segundo Assaf (2003), ainda que os modelos sobre risco e retorno sejam, em grande medida, utilizados como referências para estudos econômicos até os dias de hoje, alguns economistas sinalizam imperfeições de mercado, as quais os modelos financeiros não incluem em suas perfeições.

Na prática se evidencia a não homogeneidade nas estimativas dos investidores com relação ao comportamento esperado do mercado e de seus diversos instrumentos financeiros. Além disso, o mercado, na prática, não é composto unicamente de investidores racionais, ou seja, os investidores cometem erros em suas decisões. Outro ponto, é que o mercado, empiricamente, nem sempre se demonstra eficiente na valoração de seus ativos negociados, sofrendo decisivas influências de políticas econômicas adotadas pelo governo, como por exemplo, políticas monetárias restritivas, ou taxações.

Podemos utilizar um exemplo prático para a utilização do modelo CAPM para análise de uma carteira de ações, onde numa situação de equilíbrio, o retorno esperado de cada ação é dado por:

$$E(R_i) = R_{rf} + \beta[E(R_m) - R_{rf}]$$

O retorno esperado da carteira para o período de investimento será dado por:

$$E(R_p) = \sum W_i E(R_i)$$

Onde: W_i indica a participação % da ação em relação ao total da carteira de ativos. $E(R_i)$ = Retorno Esperado da Ação

O β da carteira (β_p) será dado por: $\beta_p = \sum W_i \beta_i$

A tabela 1 apresenta um exemplo hipotético.

TABELA 1 – DADOS HIPOTÉTICOS PARA O CÁLCULO DO PARÂMETRO β

Ação	β_i	% da ação na carteira
A	1,1	20%
B	0,8	50%
C	1	30%

FONTE: SIAW-PENG (2008)

Supondo $E(R_m) = 13\%$

Taxa de juros livre de risco = 5%

No exemplo em questão a solução, de acordo com SIAW-PENG (2008), é:

$$E(R_p) = \sum W_i E(R_i)$$

$$E(R_p) = 0,2 \cdot E(R_a) + 0,5 \cdot E(R_b) + 0,3 \cdot E(R_c)$$

Retorno esperado de cada ação:

$$E(R_i) = R_{rf} + \beta[E(R_m) - R_f]$$

Retorno esperado de A

$$E(R_a) = 5 + 1,1 \cdot (13 - 5) = 13,80\%$$

$$E(R_b) = 5 + 0,8 \cdot (13 - 5) = 11,4\%$$

$$E(R_c) = 5 + 1,0 \cdot (13 - 5) = 13,0\%$$

Logo, numa situação de equilíbrio, o retorno da carteira:

$$E(R_p) = 0,2 \cdot (13,8\%) + 0,5 \cdot (11,4\%) + 0,3 \cdot (13\%) = 12,36\%$$

$$\beta = 0,2 \cdot 1,1 + 0,5 \cdot 0,8 + 0,3 \cdot 1 = 0,92$$

Neste caso, como $\beta < 1$ a carteira composta é adequada para um investidor de perfil conservador, ou seja, que queira incorrer num risco menor que o risco de mercado.

Em suma, esta seção promoveu a discussão da relação risco-retorno, elemento básico da teoria de alocação de portfólio, e apresentou brevemente o modelo CAPM. Na seqüência será apresentada a versão keynesiana da literatura sobre a alocação de portfólio.

2.2 PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ, EXPECTATIVAS E PRECIFICAÇÃO DE ATIVOS NA LITERATURA KEYNESIANA

Em *Tratado Sobre a Moeda*, livro publicado em 1930, John Maynard Keynes corrobora a importância da moeda não apenas como meio de trocas, mas sim como objeto de interesse para agentes interessados em investir.

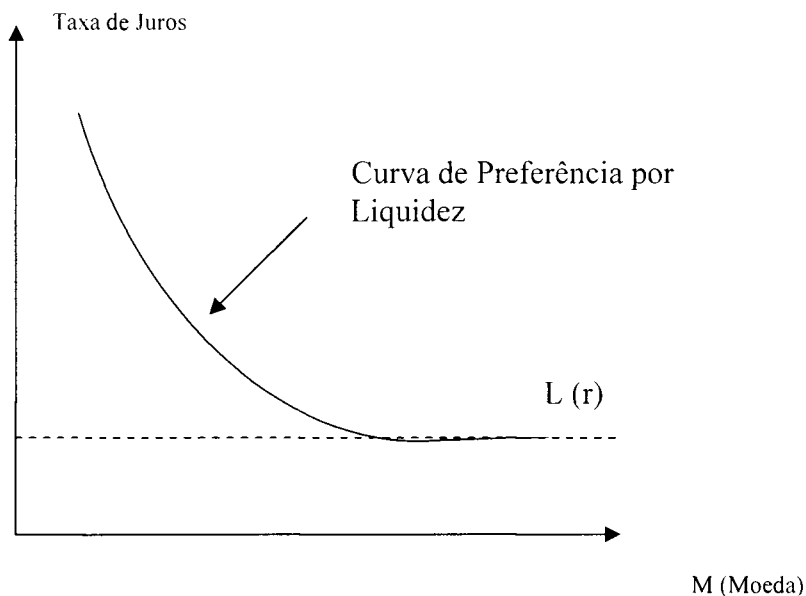
O autor esboça o circuito financeiro de circulação monetária, o qual se refere à possibilidade de reter moeda como uma alternativa de acumular outros ativos financeiros, portanto, a moeda não deveria ser vista somente para transações de compra e venda de mercadorias. A moeda é desejada em si pela sua propriedade de manter, num cenário de estabilidade de preços, a riqueza em sua forma líquida.

Keynes (1982) definiu os motivos de demanda por moeda no circuito financeiro: motivo de precaução⁶ e motivo de especulação.

O motivo de interesse dessa monografia refere-se ao motivo de especulação, ao qual Keynes atribui como de grande importância por ser o principal canal por onde agirá a política monetária. Este motivo está relacionado à incerteza do agente com relação ao comportamento futuro da taxa de juros.

Para ilustrar o motivo especulativo de demanda por moeda, Keynes demonstrou através de um gráfico que relaciona taxa de juros e demanda por moeda.

GRÁFICO 2 - FUNÇÃO DEMANDA POR MOEDA MOTIVO DE ESPECULAÇÃO



FONTE: CARVALHO (2007)

Segundo KEYNES (1982) a explicação do motivo pelo qual a taxa de juros vai decrescendo à medida que a oferta de moeda aumenta é a que o indivíduo que desejasse abrir mão da liquidez máxima, que a moeda proporciona, teria apenas o investimento em títulos que rendem juros, como opção. Os juros pagos pelos títulos, portanto, se configuram como a compensação pela menor liquidez oferecida com relação à moeda. Nesse contexto, a quantidade de moeda que o público desejaria

⁶ Motivo de Precaução: Está atrelado a reter moeda para se precaver de infortúnios futuros, ou seja, os agentes retêm moeda a fim de acalmar a inquietude diante a dificuldades futuras imprevistas, como por exemplo: expectativa de recessão econômica, desemprego ou problemas de saúde. CARVALHO (2007)

reter dependeria do nível atual e das expectativas em relação à taxa de juros da economia.

Para Keynes o mais importante não é o nível absoluto da taxa de juros, e sim o quão diferente esta é da taxa de juros considerada segura para a economia. Nesse sentido, os agentes que operam no mercado financeiro definem suas expectativas de acordo com suas experiências, e acesso a informações, que nem sempre estão corretas, e que carregam consigo alto grau de subjetividade. Esses agentes tomam como taxa de referencia a taxa de juros nominal, que funciona como uma espécie de âncora para as sua expectativas com relação à flutuação da taxa de juros de mercado. CARVALHO (2007)

No circuito de circulação financeira, viabilizam-se as operações com ativos financeiros, isto é, operações com moeda para a realização de compras de ações, títulos públicos e privados, debêntures, entre outros, que estão relacionados com o giro de moeda com despesas correntes. Podendo, inclusive, a moeda nesse circuito ser retida como um ativo. A idéia principal do autor é a de que o agente, ao se defrontar com uma possível alta da taxa de juros, e conseqüente desvalorização do preço do título, terá preferência pela liquidez da moeda a alocar seus recursos em títulos. CARVALHO (2007)

O inverso é verdadeiro, o agente cuja expectativa é de baixa na taxa de juros terá preferência por alocar seus recursos em títulos a fim de auferir ganhos futuros de capital . Isso ocorre porque, nessa hipótese, o agente irá esperar ganhos sobre a venda futura de seus títulos a preços maiores do que os pagos no primeiro momento.

Estes aspectos mais gerais são fundamentais para entender a visão keynesiana sobre a precificação de ativos, num cenário o qual os agentes atribuem valor a liquidez, algo pouco explorado pela literatura convencional. É importante salientar que Keynes em sua teoria sobre *precificação de ativos* considerou em sua análise uma gama diversificada de ativos, ao contrário do modelo dicotômico – representado por moeda e títulos – que foram apresentados nessa seção.

2.2 PRECIFICAÇÃO DE ATIVOS NA VISÃO KEYNESIANA

Keynes (1983) elaborou uma *Teoria de Precificação de Ativos* no Capítulo 17 da sua obra *Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda*, que tem como base os fundamentos da teoria por ele criada sobre a preferência pela liquidez, porém utiliza a comparação com uma estrutura mais diversificada de ativos. O autor parte na mesma base teórica de que diferentes graus de liquidez devem ser compensados por retornos distintos, de modo a compensar sua relativa iliquidez por taxas de retornos maiores em comparação a um ativo de referencia.

A taxa própria de juros de um ativo é a medida de sua remuneração tendo em vista não somente o direito de renda implícito nele, mas também em termos da conveniência de sua posse, e dos ganhos de capital que possam surgir com sua venda. Desta forma, as taxas de juros de cada ativo diferem entre si, e o investidor tenderá a escolher os ativos com melhores taxas de retorno. A competição entre os agentes na ânsia de obter os melhor ativos, determinará o preço de mercado pago por esse ativos, bem como sua oferta em termos de escassez ou abundância. CARVALHO (2007)

Desta forma, o retorno total esperado por um ativo pode ser representado por quatro atributos, os quais se apresentam em graus diferentes em função do tipo de ativo:

- i. *Taxa esperada de quase-renda (q)*: Taxa de rendimentos que se espera auferir pela posse do ativo, por exemplo: dividendos, em caso de compra de ações; lucro, em caso da compra de máquina e; juros pagos nos títulos.
- ii. *Custo de carregamento (c)*: Calculado de acordo com o custo de estocagem, seguro, etc; favorecendo a permanência do ativo em seu estado original.
- iii. *Prêmio pela liquidez (l)*: mede a facilidade de negociação do ativo face a mudança de portfólio, ou venda em caso de instabilidade econômica.
- iv. *Taxa esperada de apreciação do ativo (a)*: confere a seu possuidor um ganho ou perda de capital, de acordo com a apreciação ou depreciação de um ativo entre a compra e o fim do período de posse do mesmo.

Assim, partindo da premissa de que cada ativo apresenta sua própria taxa de juros, o seu retorno esperado (r_a) é definido como o somatório das taxas acima expostas. Sendo, portanto:

$$r_a = (q-c) + a + l$$

De acordo com Keynes(1983), o agente pode preferir rendimentos esperados maiores ($a + q - c$), em detrimento de um prêmio de liquidez menor. Nas palavras de Paula (2006):

A preferência pela liquidez é refletida em termos do trade of entre retornos monetários ($a+q-c$) e o prêmio de liquidez da moeda (l), causando assim substituições na estrutura de demanda por ativos, que se diferenciam de acordo com as combinações de retornos monetários e premio de liquidez que eles oferecem, sendo a liquidez valorizada quando a incerteza aumenta. (PAULA, 2006, p.83)

Em síntese, de acordo com Curado (2006), a teoria de precificação de Keynes pode ser vista como integrante da teoria pela preferência pela liquidez na medida em que esta última é refletida em termos do *trade-off* entre retornos monetários ($a+q-c$) e o prêmio pela liquidez (l) que eles oferecem, sendo que a liquidez é valorizada em momentos de incerteza com relação ao futuro.

O rendimento esperado de um ativo, seja ele um título financeiro até ou um bem de capital, é uma variável determinada por expectativas, ou seja, mesmo que os agentes conheçam com antecedência o valor do custo de carregamento (manutenção) e o rendimento de um ativo (prefixado), o valor relativo a preferência pela liquidez depende, essencialmente, de suas expectativas com relação a estabilidade financeira e econômica, desta forma o investidor tende a atribuir maior valor ao atributo liquidez em momentos de incerteza com relação ao futuro.⁷
CURADO (2006)

Nos casos de ativos de renda pós-fixada - ações, bens de capital, entre outros – a expectativa do agente na determinação do preço é ampliada, nesse caso ela deverá atribuir um preço ao ativo com base nas suas expectativas quanto ao rendimento e à liquidez.

⁷ Economia e Sociedade, Campinas, v 15, n 1(26), p 57-77, jan/jun. 2006

A fragilidade com relação às previsões dos agentes em termos de expectativas de rendimento e liquidez de um ativo é enfatizada na obra de Keynes (1983), em particular no capítulo 12, onde o autor cita:

O nosso conhecimento sobre os fatores que regularão a renda de um investimento alguns anos mais tarde é, em geral muito limitado e, com frequência, desprezível. Se falarmos com franqueza, temos que admitir que as bases do nosso conhecimento para calcular a renda provável dentro de dez anos de uma estrada de ferro, uma mina de cobre, uma fábrica de tecidos, a aceitação de um produto farmacêutico, um navio, transatlântico, ou um imóvel no centro comercial de Londres pouco significam e, as vezes, nada levam. De fato, aqueles que tentam, com seriedade, fazer um cálculo desta natureza constituem uma pequena minoria, cuja conduta não chega a influenciar o mercado. (KEYNES, 1983, p. 110).

Nessa linha teórica Keynes propõe que a flutuação dos preços dos ativos depende do modo de operação dos agentes em mercados econômicos, e estes são marcados pela incerteza, ou seja, o processo de formação dos preços de um ativo surge do comportamento especulativo dos agentes no mercado.

A precificação dos ativos na visão keynesiana leva, portanto, em consideração o papel da incerteza que caracteriza o cálculo econômico enquanto elemento fundamental para a definição do preço dos ativos.

2.3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A literatura apresentada neste capítulo é a base da teoria econômica sobre a alocação de portfólio dos agentes. Seu papel neste trabalho é permitir o entendimento do comportamento recente do mercado de capitais no Brasil.

Nesse sentido, a Moderna Teoria dos Portifólios estabeleceu as bases para o entendimento de que a decisão de alocação de recursos em um tipo de investimento leva em consideração, principalmente a relação retorno e risco que esse ativo possui como característica. Segundo esses autores, os agentes racionais, tendo em vista sua aversão ao risco, tenderão a escolhes ativos com riscos maiores somente se esses mesmos ativos lhes trouxerem retornos maiores. Em outras palavras, caso dois ativos possuam as mesmas características com relação ao retorno, o agente irá preferir o ativo com menor risco sistemático.

Keynes, no entanto, atribui aos agentes uma característica importante, a qual não foi adotada pelas teorias de finanças: a característica da incerteza com relação ao futuro. Desta forma, os agentes irão adotar suas estratégias não apenas em relação ao risco e retorno do ativo, mas sim na sua percepção de estabilidade da economia, ou seja, em momentos de incerteza os agentes irão preferir alocar seus recursos da forma mais líquida possível: retendo moeda.

Em suma, é importante observar que as contribuições sobre o tema possuem grande aplicabilidade no mercado de capitais, tendo em vista que os agentes agem de forma a evitar riscos, e na prática, sempre que suas expectativas sobre a estabilidade econômica são pessimistas, tendem alocar seus recursos na forma monetária.

Outra importante contribuição do nosso referencial teórico é a de que os agentes, em escolhendo por diversificar seus recursos em aplicações com diferentes graus de risco, obtêm melhores resultados. Isso se evidencia empiricamente, nos casos de agentes que diversificam suas aplicações de acordo com seu perfil - se conservador ou arrojado - entre ativos de renda fixa e renda variável, pulverizando suas possibilidades de remuneração e segurança.

3. MERCADO DE CAPITAIS: ASPECTOS INSTITUCIONAIS E PRODUTOS

Este capítulo tem como objetivo central apresentar as principais características do mercado de capitais brasileiro sob dois ângulos: o institucional, particularmente no âmbito da regulação e dos produtos transacionados neste mercado.

De acordo com Andrezo & Lima (2007) o mercado de capitais brasileiro era pouco desenvolvido até meados dos anos 1960, essa situação mudou a partir da criação da Lei nº 4.728 em 16 de Julho de 1965, que passou a ser o estatuto básico e específico do mercado de capitais. Essa lei teve fundamental importância na reorganização desse mercado uma vez que o mesmo estava prejudicado processo inflacionário.

A lei nº 4.728 tinha como principais objetivos o estabelecimento de padrões para a conduta para os participantes do mercado de capitais, criação de novas

instituições e fortalecimentos das existentes e a concessão de incentivos às companhias que abrissem seu capital. Atribuiu-se dessa forma o fortalecimento do papel do Conselho Monetário Nacional na competência de fixar normas gerais e serem observadas em matéria pelo Sistema Financeiro Nacional, à CVM o papel de disciplinar o mercado de capitais e ao Banco Central a função de regulamentar e fiscalizar esse mercado. ANDREZO & LIMA (2007)

Assaf (2003) atribui ao mercado de capitais o papel de grande minucioso de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os agentes que têm capacidade de poupar (investidores) e os agentes necessitados de recursos (deficitários). Para Cavalcante (2005) o Mercado de Capitais acomoda a estrutura necessária gerar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar o seu processo de capitalização. Esses títulos fomentam o desenvolvimento econômico na medida em que permitem a circulação de capital para custear investimentos produtivos.

Segundo Ferreira (2005), a ampliação do mercado de capitais traz para economia brasileira ganhos microeconômicos ampliados devido à melhora da gestão empresarial; diversificação financeira ajustado pelas necessidades institucionais; e integração do setor produtivo e bancário.

Segundo Carvalho (2007), a partir da criação do Plano Real (1994) para a contenção da inflação, entre outras medidas para estabilidade econômica, o mercado acionário passou a ser impulsionado pelo interesse dos investidores externos, motivados por baixos preços das ações e pelas oportunidades criadas a partir das privatizações. Desta forma, com a estabilização dos preços, um dos principais entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais havia sido, senão eliminado, reduzido de forma consistente.

Nesse contexto evidenciou-se abertura dos mercados de consumo e financiamento o que contribuía para entrada de moeda estrangeira de forma acelerada. Segundo dados do Banco Central, somente durante o período de 1996 até 1998, o investimento externo líquido no mercado brasileiro foi de aproximadamente 74 bilhões⁸.

De acordo com Andrezo & Lima (2007) as leis que contribuíram para o fortalecimento do Mercado de Capitais de forma mais significativa nos anos 1990

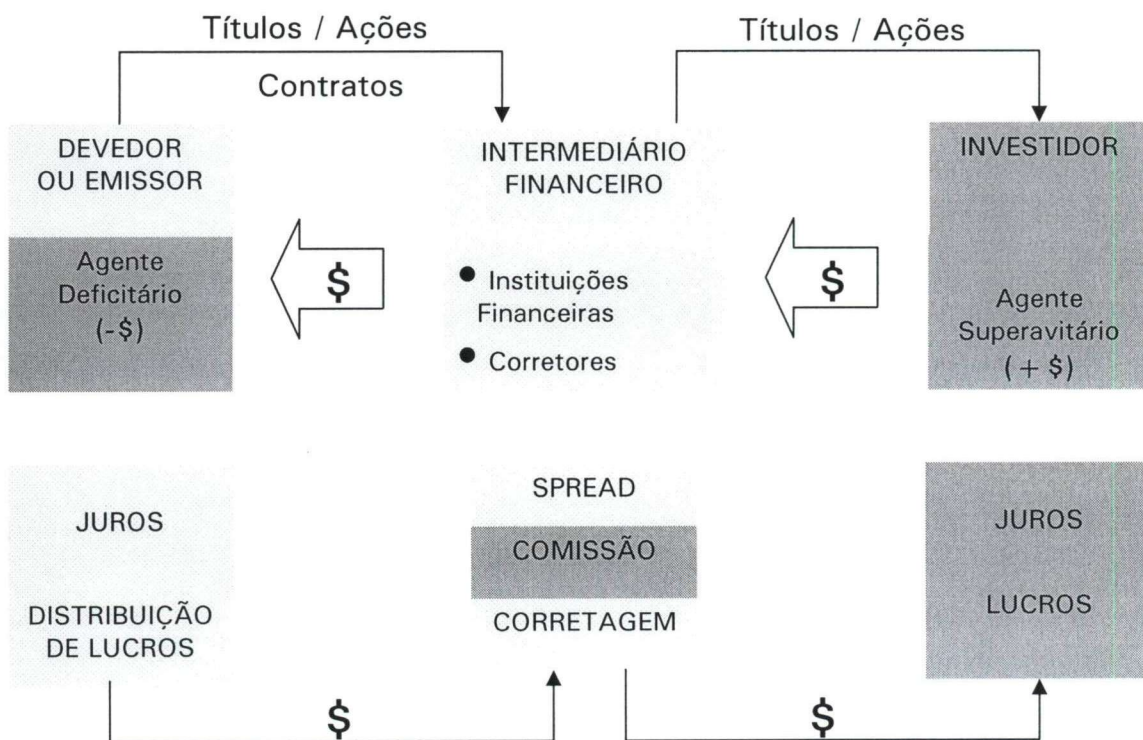
⁸ Fonte: BACEN. Disponível em: www.bcb.com.br Acessado em 20 Ago de 2008

foram as Leis nº 9.447/97 e 9.457/97. A primeira estabeleceu novas regras e redefiniu as competências do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários em relação às instituições financeiras. A segunda alterou a Lei do Mercado de Valores Mobiliários, tendo como objetivo principal a restauração da credibilidade do mercado de capitais brasileiro, oferecendo a CVM maiores recursos e instrumentos para inibir e punir a prática de ilícitos nesses mercados.

Nos anos 2000 outras iniciativas tornaram o Mercado de Capitais do Brasil mais atraentes, destacam-se a criação do Novo Mercado pela BOVESPA e a criação da Governança Corporativa, possibilitando maior transparência nas relações entre os agentes que operam na bolsa, a evolução dos meios de telecomunicações possibilitaram maior eficiência no fluxo de informação e acesso aos usuários, leis de proteção aos investidores, entre outros. Esses pontos serão desenvolvidos na seção sobre os incentivos da BOVESPA para a ampliação da sua base de investidores.

O esquema abaixo demonstra como se relacionam os participantes do mercado de capitais:

FIGURA 1 – FLUXO MONETÁRIO DO MERCADO DE CAPITALIS



FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA COM BASE NOS CONCEITOS DE ASSAF(2003) E CAVALCANTE (2005)

Em síntese, é no mercado de capitais que o fluxo de poupança passa dos agentes superavitários aos agentes deficitários, através dos intermediários financeiros cuja remuneração é representada através de spread, comissão e/ou corretagem. A remuneração dos agentes superavitários é representada por lucros e juros, enquanto a remuneração emitentes de títulos é representada pela distribuição dos lucros e/ou juros.

Para entender o funcionamento do Mercado de Capitais no Brasil é importante apresentar, ainda que brevemente, o seu aparato regulatório. Este elemento é feito a seguir. Após esta discussão serão descritas as principais características dos produtos que constituem este mercado.

3.1 INSTITUIÇÕES REGULADORAS DO MERCADO DE CAPITAIS

3.1.1 Conselho Monetário Nacional

De acordo com Fortuna (2005), o Conselho Monetário Nacional tem a função de gerar as regras que serão utilizadas nos mercado financeiro, e que influenciarão de forma direta nas tomadas de decisões das instituições públicas e privadas.

Segundo Assaf (2003), as principais atribuições do Conselho Monetário são: adaptar o volume de meios de pagamentos à realidade econômica nacional; regular o valor interno da moeda a fim de evitar surtos inflacionários ou deflacionários; regular o valor externo da moeda e o equilíbrio do balanço de pagamentos; orientar as aplicações das instituições financeiras pública e privadas; zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras; coordenar às políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública privada e externa; e estabelecer a meta de inflação.

Mas especificamente para o mercado de capitais a Lei nº4.728/65 atribuiu ao CMN a competência de fixar regras gerais a serem seguidas no que concerne a organização, disciplina, funcionamento e fiscalização das atribuições e atividades das bolsas de valores, sociedades corretoras e corretores de câmbio. Assim como estabelecer normas gerais relacionadas a subscrição para revenda, distribuição ou

intermediação na colocação, no mercado, de títulos ou valores mobiliários. E ainda regular as operações das instituições financeiras autorizadas a operar no aceite ou coobrigação em títulos cambiais a serem distribuídos no mercado. ANDREZO & LIMA (2007)

3.1.2 Banco Central do Brasil – BACEN

Segundo Assaf (2003) o Banco Central do Brasil (BACEN) atua como órgão fiscalizador e disciplinador do mercado financeiro. Tem como função atribuir regras, limites, e condutas às instituições, penalizá-las quando em desacordo com as regras estabelecidas pelo CMN e fazer a gestão do sistema financeiro nacional, através de normas e autorizações, para desta forma promover o controle das instituições financeiras e de suas operações. De acordo com Assaf (2003), o BACEN é considerado banco do governo e executor da política monetária, ao exercer o controle dos meios de pagamentos, bem como executar o orçamento monetário e atuar na gestão da dívida pública externa e interna.

De acordo com Andrezo & Lima (2007) o BACEN a partir da Lei nº4.728/65 tinha como competência autorizar o funcionamento das bolsas de valores, das sociedades corretoras e de investimento, bem como fiscalizar o funcionamento dessas instituições. Também era de sua responsabilidade autorizar o funcionamento e fiscalizar as operações das instituições financeiras, sociedades ou firmas individuais que tinham como objetivo a subscrição para revenda e a distribuição ou colocação de títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais.

Segundo o autor essa situação mudou a partir da criação da Comissão de Valores Mobiliários, que em 1976 passou a exercer o poder regulador e fiscalizador do mercado de capitais. Porém ainda é função do Banco Central do Brasil a fiscalização do mercado monetário, mercado de títulos de dívida pública (*inclusive o open market*) e o mercado de títulos de instituições financeiras, exceto as debêntures.

As atribuições da CVM serão expostas na seção seguinte.

3.1.3 Comissão de Valores Mobiliários

O principal órgão regulador do Mercado de Capitais no Brasil é a Comissão de Valores Mobiliários, uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda⁹, que age sob a orientação do CMN. A Comissão de Valores Mobiliários representa o principal órgão normativo do mercado de capitais e é, portanto, o principal agente regulador do mercado de ações. CAVALCANTE (2005)

De acordo com Andrezo & Lima (2007), a CVM a partir da Lei 6.385 em 07 de dezembro de 1976, passou a exercer a responsabilidade pela regulamentação e fiscalização do mercado de valores mobiliários a qual anteriormente era executada pelo BACEN. Essa mudança ocorreu em um cenário em existia por parte do governo o interesse em aprimorar o Mercado de Capitais para incentivar investidores a aplicar seus recursos em investimentos produtivos, pois até o momento muitos desses recursos estavam sendo injetados em investimentos não produtivos, como imóveis, por exemplo.

Em 2001 o governo editou a Medida Provisória 8 reforçou ainda mais o caráter fiscalizador e disciplinador da CVM, caracterizando-a como uma:

Entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônios próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária¹⁰. FORTUNA (2005)

De acordo com Fortuna (2005), a CVM é, portanto, a principal responsável por disciplinar e regular atividades como: emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários e de derivativos; organização, funcionamento e operações das Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros; administração de carteiras e custódia de valores mobiliários; auditoria das companhias abertas; executar consultoria e análise do mercado de valores mobiliários.

Fortuna (2005) cita ainda que, os valores mobiliários sujeitos a fiscalização da CVM são: ações, debêntures e bônus de subscrição; cupons, direitos, recibos de

⁹ Atualmente Guido Mantega é o Ministro da Fazenda do Brasil.

¹⁰ Medida Provisória 8 editada em 31/10/2001

subscrição e certificados de desdobramentos relativos aos valores mobiliários; certificados de depósito de valores mobiliários; cédulas de debêntures; cotas de fundos de investimentos em valores mobiliários ou de clubes de investimento; notas comerciais; contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos sejam valores mobiliários; e, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo - quando ofertados publicamente - que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros¹¹.

Em síntese, a CVM é designada para fortalecer o mercado de ações e outros valores mobiliários através do estímulo a aplicação de poupança do mercado acionário, protegendo seus investidores lhes garantindo o funcionamento eficiente e regular das bolsas de valores, bem como instituições auxiliares e ainda fiscalizando a emissão e distribuição de títulos emitidos pelas sociedades anônimas de capital aberto.

3.1.4 Serviço Especial de Liquidação E Custódia – SELIC

De acordo com Andrezo & Lima (2007) o Serviço de Liquidação e Custódia – SELIC foi criado na década de 1970 com o objetivo de simplificar a sistemática de negociação e de custódia dos títulos públicos no mercado de capitais. Esses procedimentos até 1972 eram efetuados de forma manual, que incluía desde o arquivamento dos títulos por instituição até a sua movimentação física no cofre do banco, para transferência de valores entre uma instituição a outra.

A partir da criação do SELIC o processamento de liquidação e custódia iniciou-se de forma eletrônica, ou seja, através de um teleprocessamento que permitiu a atualização diária das posições das instituições financeiras. Desta forma, os operadores do mercado de papeis comunicam suas operações ao SELIC, por meio de computadores, o qual efetua a transferência do título ao comprador e cria um crédito na conta do vendedor. A criação do SELIC favoreceu a eficiência, agilidade e

¹¹ Itens excluídos da Lei Nova Lei das SAs (10.303/01): títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. FORTUNA (2005)

a eliminação dos riscos, antes existentes quanto ao extravio, roubo e falsificação de papéis. ANDREZO & LIMA (2007)

Em suma o SELIC, tem como principais atribuições realizar a custódia, movimentação, resgates, ofertas publicas e as respectivas liquidações financeira de títulos públicos no mercado de capitais brasileiro.

3.1.5 Central de Custódia e Liquidação e de Liquidação Financeira de Títulos - CETIP

O CETIP executa funcao similar ao SELIC, no entanto liquida apenas os títulos privados, as operações registradas no CETIP são: CDB, CDI, SWAP, Debentures, TDA's, Moedas de privatização, Letras Hipotecárias, Títulos estaduais e municipais fora da rolagem, ou não federalizados. ANDREZO & LIMA (2007)

Segundo Andrezo & Lima, a custódia da CETIP é totalmente computadorizada, os dados são atualizados e têm sua integridade verificada de forma eletrônica, dispensando a emissão de cautelas e outros documentos físicos.

3.2 Opções De Investimentos: Principais Produtos Do Mercado De Capitais Brasileiro

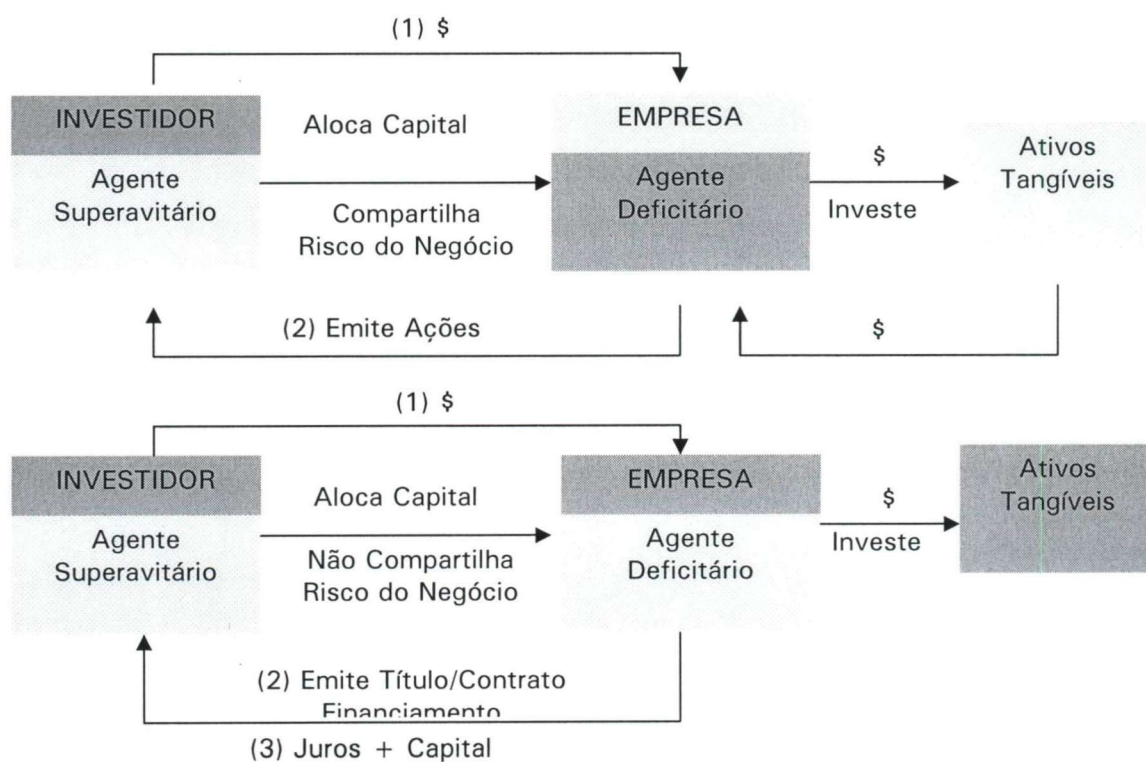
Segundo Fortuna (2005), entende-se por valores mobiliários: Ações, Debêntures e Bônus de Subscrição; os Cupons, Direitos, Recibos de Subscrição e certificados de desdobramento relativo aos valores mobiliários; cédulas debêntures; Notas Comerciais; cotas de fundos de investimentos em valores mobiliários ou clubes de investimentos; contratos futuros de opções e outros derivativos cujos ativos sejam valores mobiliários e, contratos de derivativos.

A figura 2.0 apresenta esquematicamente a função econômica dos ativos financeiros, demonstrando que o agente superavitário quando aloca seus recursos em ações, compartilha o risco do negocio com a empresa emitente das ações, ou seja, nessa forma de investimento o investidor que deseja auferir lucros maiores

aposta em maiores retornos sobre o investimento e na eficiência da empresa emitente das ações, porém, em contrapartida, compartilha riscos também maiores. Ao contrário quando o investidor decide por alocar seus recursos em títulos que rendem juros, nesses casos o agente não compartilha os riscos com a empresa emitente dos títulos, mas em contrapartida obtêm rendimentos, no geral, mais modestos.

As empresas deficitárias quando decidem por abrir seu capital ou emitir títulos de dívida, desejam dessa forma buscar recursos para investir em ativos tangíveis como, por exemplo, ampliar sua estrutura, aumentar sua rede, exportar, entre outros motivos. Isso significa que quando o mercado de capitais de um país é bem desenvolvido e com credibilidade, o desenvolvimento produtivo das empresas pode ser expandido para toda população, contribuindo para gerar liquidez dos títulos emitidos, expansão das linhas de créditos entre os agentes, ampliação da produtividade, aumento dos níveis de emprego da economia e conseqüente crescimento e desenvolvimento do país.

FIGURA 2 – Função Econômica Dos Ativos Financeiros



FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA BASEADOS EM ASSAF (2003), FORTUNA (2005) E CAVALCANTE (2005)

Com o intuito de aproximar o maior conhecimento sobre as diversas possibilidades de investimentos, na próxima seção serão apresentadas as principais opções de se investir no mercado de capitais brasileiro.

3.2.1 Principais Ativos Privados de Renda Variável Negociados no Mercado de Capitais

Segundo Francis (1991), são considerados ativos de renda variável os ativos cuja remuneração não é previamente conhecida ou indexada. São exemplos: ações, contrato de opções, contratos futuros em geral, ouro, dólar e outras moedas.

Ações:

Constituem na menor parcela (fração) do capital social de uma sociedade anônima. São valores caracteristicamente negociáveis e distribuídos aos subscritores (acionistas) de acordo com a participação monetária efetivada" (ASSAF, 2003 p. 97)

Desta forma, o detentor de ações passa a ser co-proprietário da sociedade anônima emitente das ações, e passa a exercer direitos de dividendos e vantagens sobre a mesma. Tais direitos são concebidos diferentemente de acordo com a classificação das ações, se ordinárias ou preferenciais.

Segundo a Bovespa, a diferença entre ações ordinárias e preferenciais esta em que a primeira fornece ao seu possuidor o direito de voto em assembléia de acionistas, cada ação representado um voto, facilitando dessa forma o acesso a informações e a tomada de decisão no que concernem a assuntos importantes da empresa como, por exemplo, o direito de voto para eleger diretores e gestores da companhia, análise de contas patrimoniais, destino de resultados, alterações no estatuto, entre outros.

As ações preferenciais, no entanto, fornecem ao acionista as vantagens de preferência no recebimento de dividendos, os quais devem, portanto, ser distribuídos antes do que para os acionistas ordinários. Outras vantagens são as de ter um

dividendo mínimo obrigatório ou fixo; preferência no reembolso de capital em caso de liquidação da sociedade; e acumulação das vantagens e preferências enumeradas. Em razão dessas vantagens o detentor dessas ações não possui o direito do voto, esse direito só poderá ser utilizado em casos de não distribuição dos dividendos mínimos ou fixos por um prazo de três anos. ASSAF (2003)

A Bovespa classificou os direitos dos acionistas da seguinte forma:

TABELA 2- DIREITOS DOS ACIONISTAS

Direito de todos os acionistas	Direito dos acionistas minoritários
✓ Participação nos lucros	✓ Alienação no caso de alienação dos controladores
✓ Fiscalização das atividades da companhia	✓ Eleger um membro do Conselho de Administração (15% para as ações ordinárias e 10% para as ações preferenciais)
✓ Preferência na subscrição das ações novas	✓ Eleger um membro do Conselho Fiscal
✓ Participação no acervo da cia em caso de liquidação	✓ Vetar justificadamente o auditor independente
✓ Votar e ser votado (para todas as ações ordinárias)	
✓ Recesso ou retirada da companhia	

FONTE: BOVESPA

Outra característica das ações é com relação a forma de emissão, podendo ser *nominativas* ou *escriturais*: as nominativas são representadas por cautelas ou certificados que apresentam o nome do acionista em livro de registro de ações nominativas ou pelo extrato fornecido pela instituição custodiante, na qualidade de fiel depositária das ações, no entanto, as escriturais funcionam como uma conta corrente, ou seja, extrato de conta depósito do titular, na qual os valores são lançados a débito ou a crédito dos acionistas, não havendo movimentação física dos documentos. CAVACANTE (2005)

De acordo com Assaf (2003), a rentabilidade das ações é variável, parte dela é composta por dividendos e benefícios concedidos aos acionistas e outra pelo eventual ganho na venda da ação. Os dividendos representam parcela do lucro distribuído pela empresa aos seus acionistas, que podem ser por dinheiro ou juros sobre o capital próprio, desde que devidamente regulamentado. Cabe aos acionistas a decisão sobre a percentagem do lucro líquido que será destinada para pagamento de dividendos, poupança e reinvestimento de capital na companhia.

Outras formas de rentabilidade se fazem através de bonificações de ações, e direito de subscrição. As primeiras são distribuídas de forma gratuita aos acionistas em quantidades proporcionais à participação do capital, que podem excepcionalmente ocorrer através da distribuição de dinheiro, em casos de participação adicional dos lucros. O direito de subscrição, no entanto, é o direito de aquisição de novo lote de ações pelos acionistas, com preferência na subscrição, e em quantidade proporcional às possuídas. FORTUNA (2005)

Opções sobre ações:

Segundo informações contidas no site Bovespa, Opções sobre ações representam direitos de compra ou venda de ações a um preço previamente fixado, durante um prazo estabelecido (vencimento). As opções são negociadas na Bolsa de Valores por meio do pagamento de um prêmio, cuja rentabilidade é dada pela diferença entre o preço de mercado na data da compra ou venda, e o respectivo valor pago pelo prêmio.

As opções de compra garantem ao seu possuidor o direito de comprar um lote de ações ao preço de exercício a qualquer momento até a data de vencimento da opção. As opções de venda, no entanto, são aquelas que garantem a seu titular o direito de venda desse título ao seu lançador, pelo preço de exercício e até a data do vencimento do mesmo. Nesse mercado vendedores e compradores podem inverter as posições a qualquer momento, saindo do mercado de compra e entrando no de venda de opções, o inverso é verdadeiro. FORTUNA (2005)

Clube de Investimentos:

Formado por pequenos e médios investidores, que através de uma corretora, distribuidora, banco de investimento ou banco múltiplo, administram uma carteira de títulos. A rentabilidade depende do rendimento do portfólio da carteira, cada membro tem o direito de aumentar o número de suas quotas, desde que ao limite de 40% das quotas do clube. O limite de participantes de um clube de investimentos é de 150 membros. FORTUNA (2005)

Clube de Investimentos FGTS:

Segundo a Bovespa, são formados, exclusivamente, por investidores pessoas físicas, os quais aplicam parcela de seu Fundo de Garantia por Tempo de Serviço na aquisição de cotas de Fundos Mútuos de Privatização. As cotas assumem a forma escriturai e garantem aos seus detentores direitos iguais.

Fundos Mútuos de Investimentos:

Representam condomínio aberto ou fechado de investidores para aplicação de seus recursos em carteira diversificada de títulos ou valores mobiliários, os quais são administrados por bancos múltiplos, sociedades corretoras, distribuidoras ou bancos de investimentos. Apresentam um regulamento sobre os ativos que poderão compor suas carteiras de aplicações e podem assumir a forma escriturai ou nominativas. Exemplos: Fundos Mútuos de ações, os quais mantêm 51% do seu patrimônio diariamente aplicado em ações, e Fundos Mútuos de Investimento – Carteira aberta, o qual disponibiliza diariamente 51% de seus recursos aplicados em ações ou opções de ações. ASSAF (2003)

Fundo de Investimento Financeiro – FIF:

Esse fundo é constituído sob a forma de condomínio aberto, e destina seus recursos em carteira diversificada de ativos financeiros e demais modalidades disponíveis no mercado financeiro. Nesse segmento, para fins de resgate, suas cotas devem ser atualizadas em intervalos mínimos de 30 dias. Com exceção dos Fundos de Investimentos Financeiros de curto prazo, os quais podem ser resgatados em qualquer prazo, e possuem rendimentos diários. ASSAF (2003)

Fundo Mútuo de Investimento em empresas emergentes:

Formado através de condomínio fechado, esse fundo destina recursos em aplicações de carteira diversificada em valores mobiliários de emissão de empresas emergentes. São consideradas emergentes as empresas cujo faturamento líquido anual seja inferior a R\$ 60 milhões, e que não sejam integrantes de sociedades com patrimônio líquido anual maior que R\$ 120 milhões. Esse fundo de investimento, assim como os clubes, recebe a remuneração de acordo com a rentabilidade dos títulos de sua carteira. FORTUNA (2005)

Opções de Compra não Padronizadas – Warrants:

Warrant de compra é um título que dá a seu possuidor o direito de comprar um ativo financeiro a um preço pré-determinado, e em um prazo também pré-determinado. O emissor da Warrant pode ser a própria empresa emissora do ativo subjacente à Warrants, ou qualquer empresa que detenha grandes volumes de investimento em ações. ASSAF (2003)

Recibo de Carteira Selecionada de Ações – RCSA:

RCSA é um recibo que representa uma carteira pré-estabelecida de ações que são depositados em custódia antes da sua emissão, cujas quantidades são fixadas e perfeitamente conhecidas antes de sua constituição. Uma vez constituídos podem ser negociados na BOVESPA. Isso possibilita ao investidor comprar um conjunto de ações por meio de uma única operação. ASSAF (2003)

3.2.2 Principais Ativos Privados de Renda Fixa Negociados no Mercado de Capitais

De acordo com Francis (1991) os ativos de renda fixa exercem a característica de rentabilizar juros pré ou pós – fixados sobre um valor definido. A maior parte deles no Brasil possui vencimento em um ou poucos meses, estes são considerados

ativos de renda fixa de curto prazo. Alguns exemplos são: as cotas de fundos de renda fixa, títulos de curto prazo do governo federal, caderneta de poupança, CDB, e *comercial papers*.

Existem também ativos de renda fixa de longo prazo que são representados predominantemente por títulos de dívida do governo e de empresas negociados em geral com prazos mais longos. Exemplos são: ações, debêntures, Notas do Tesouro Nacional, C-Bonds

Segundo a Bovespa, os títulos de renda fixa, mais negociados na Bolsa, são:

Debêntures e Debêntures Conversíveis em ações:

Sob o conceito de Fortuna (2005) são títulos de crédito emitidos por sociedade anônima, cujo valor é representado por parcela do empréstimo da dívida contraída pela emitente do título com o investidor, porém com garantia lastreada pelo ativo da empresa. As Debêntures podem ser conversíveis em ações, incorporando sob condições previamente definidas, seu valor em ações. No caso de Debêntures não conversíveis, o empréstimo é liquidado previamente no prazo definido.

As taxas de remuneração oferecidas pelas Debêntures podem ser de juros pré-fixadas, juros flutuantes ou taxa de juros reais fixa acrescidos pela taxa de inflação da economia.¹²

Segundo a Bovespa, as características referentes à forma de remuneração, prazos, vencimentos, amortização, e resgate são obrigatoriamente fixados em assembléia geral de acionistas. As Debêntures podem ser negociadas em Bolsa de Valores e também no Mercado de Balcão, que fica localizado fora do ambiente da Bolsa, sendo intermediada por uma instituição do mercado de capitais.

Commercial Papers:

São Títulos de curto prazo – mínimo 30 dias e máximo 360 dias -, emitidos por sociedades anônimas que precisam tomar recursos no mercado a fim de financiar seu capital de giro. A garantia do título é o próprio desempenho da empresa, e

¹² Uma das formas de remuneração e ajuste das taxas flutuantes é a utilização da taxa Anbid (Associação Nacional de Bancos de Investimentos). Essa taxa representa o custo médio da captação de recursos entre os bancos, e possui divulgação diária. ASSAF (2003), p.102

podem ser adquiridos pelas instituições financeiras para sua própria carteira ou repasse para seus clientes. ASSAF (2003)

Letras de Câmbio:

Segundo Cavalcante (2005) Letras de Cambio são Ordens de Pagamento, com renda fixada e tempo certo de vencimento. São emitidas por sociedades de crédito, financiamento e investimento, para a captação de recursos para financiamento e bens duráveis (crédito direto ao consumidor) realizadas pelas sociedades financeiras.

Bônus:

De acordo com Cavalcante (2005), Bônus são títulos que representam dívidas de maior maturidade, emitidos diretamente pelos tomadores de recursos e constituem-se importante fonte de recurso à longo prazo. Normalmente não possuem garantia real, podendo eventualmente ser negociados com garantia por fiança bancária.

Esses títulos conferem ao seu titular o direito de subscrever ações, que será exercido contra apresentação do bônus à companhia e pagamento do preço de emissão.

Letras Imobiliárias:

Segundo Cavalcante (2005), Letras Imobiliárias representam títulos emitidos por sociedade de crédito imobiliário, com garantia da caixa Econômica Federal, para captação de poupança destinada ao Sistema Nacional de Habitação.

Cadernetas de poupança:

Fortuna (2005) conceitua caderneta de poupança como uma alternativa de investimento conservador, oferecendo segurança e baixa rentabilidade, se comparada com outros ativos no mercado. Possui juros de 0,5% ao mês acrescido da Taxa Referencial (TR) do período, e podem ser resgatados no aniversário de 30

dias da aplicação, sem perda da remuneração e com o benefício da não cobrança de Imposto de Renda.

Certificados de Depósito Bancário:

São títulos emitidos pelas instituições financeiras, como bancos comerciais, bancos de investimentos e bancos de desenvolvimentos, negociados antes do seu vencimento, atrelados a uma taxa de remuneração que pode ser pré ou pós fixadas. Os CDBs prefixados estabelecem a *priori* a taxa de remuneração pelo período do investimento, já os CDBs pós-fixados são remunerados por uma taxa de juros aplicada sobre o valor do investimento corrigido pela TR ou IGP-M do período da aplicação. FORTUNA (2005)

Sobre os rendimentos produzidos pelos CDBs incide Imposto de Renda na Fonte (IRRF), que atualmente é calculado pela alíquota de 20 % sob a remuneração no momento do resgate. Esses títulos podem ser transferidos a terceiros por meio de endosso, permitindo desta forma a negociação no mercado secundário. , esses títulos são normalmente utilizados para o financiamento de capital de giro pelas empresas. ASSAF (2003)

Recibos de Depósito Bancário:

Possuem as mesmas características dos CDBs, porém sem a possibilidade de transferência para terceiros por meio de endosso, ou seja, são recibos nominativos e intransferíveis.

Certificado de Depósito Interfinanceiro:

Segundo Cavalcante (2005), CDI são títulos emitidos por instituições financeiras com objetivo de captar recursos de outras instituições financeiras, a taxa de juros que remunera essas operações é utilizada como referencia para outros tipos de investimentos.

3.2.3 Principais Ativos Públicos de Renda Fixa

De acordo com Cavalcante (2005) os títulos públicos são utilizados pelo governo a fim de executar a política monetária adequada diante o cenário econômico atual. Desta forma o Governo Federal, Estadual e Municipal emitem títulos de dívida pública para captar recursos no mercado.

Letras do Tesouro Nacional:

São títulos emitidos sob a forma escriturai sob responsabilidade do Tesouro Nacional, o qual tem por objetivo captar recursos para cobrir o déficit orçamentário. Possui rentabilidade pré-fixada.

Letras Financeiras do Tesouro:

São títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional, cujo objetivo é de prover recursos necessários a cobertura dos déficits orçamentários e realizações de operações de crédito por antecipação de receitas para atendimento de determinações legais. São nominativas, negociáveis e emitidas sob forma escriturai. Seu rendimento é indexado à taxa básica de juros - SELIC.

Notas do Tesouro Nacional:

De acordo com Fortuna (2005), são títulos pós-fixados com valor nominal de emissão, nominativos e negociáveis. A forma de colocação pode ser direta ou por oferta pública – através de leilões feitos pelo BC. Nesses títulos a remuneração esta isenta de Imposto de Renda.

Certificados do Tesouro Nacional:

No conceito de Fortuna (2005), CTN são títulos emitidos na forma direta, na modalidade escriturai, nominativa e negociável com a finalidade de cobrir déficits

orçamentários. É emitido pelo prazo de 20 anos, cujo valor nominal é atualizado pelo IGP – M, e os juros são pagos em parcela única juntamente com o valor do principal.

Certificado Financeiro do Tesouro:

De acordo com Fortuna (2005), são títulos emitidos na forma direta em favor de um interessado específico, em diferentes séries e subséries. A remuneração e indexador variam de acordo com as séries emitidas, podendo ser indexados pelo IGP-DI, TR, SELIC, IGP-M, ou rendimento pré-definido.

Notas do Banco Central:

Segundo Cavalcante (2005), são títulos de responsabilidade do Banco Central do Brasil, emitidos para fins de política monetária. São emitidos exclusivamente sob a forma escriturai, pós-fixadas e com remuneração de acordo com as séries e seus respectivos indexadores - dólar, SELIC, entre outros.

3.3 BOLSA DE VALORES

Segundo a Bovespa a origem da palavra bolsa surgiu no século XII, na cidade de “Bruges” capital da Flandes, a qual está localizada na Bélgica. Após a inauguração do Banco da Inglaterra no século XVII, foi fundada a bolsa de valores de Londres, num cenário histórico de profundas mudanças no mercado financeiro do mundo todo. Ainda neste século, com a expansão do crédito e das sociedades por ações é que as bolsas de valores assumiram o importante papel na oferta e procura de capitais em mercados financeiros organizados.

Segundo Andrezo & Lima (2007), no Brasil até meados da década de 1960, as Bolsas de Valores contabilizavam um total de 27 em todo território, eram classificadas como entidades oficiais corporativas, vinculadas às secretarias de finanças dos governos estaduais e compostas por corretores nomeados pelo poder público. A partir de 1965 impulsionadas pelas reformas do sistema financeiro, as bolsas passaram a exercer característica institucional, assumindo o papel de

associações civis sem fins lucrativos, com poder e autonomia administrativa, bem como financeira e patrimonial.

De acordo com a Bovespa, as Bolsas de Valores representam o local onde corretores se encontram para negociar compra e venda de ações e valores mobiliários dispondo de autorização prévia de seus clientes investidores, possuem sistemas necessários para agentes possam negociar seus títulos e valores mobiliários com transparência e segurança. A principal função das bolsas de valores é a de proporcionar liquidez às aplicações de curto e longo prazo, por intermédio de um mercado organizado e contínuo representado por seus pregões diários.

Segundo estudo da Consultoria Tendências (2000), três itens são essenciais para o desenvolvimento do mercado de capitais: liquidez, transparência e fácil acesso. Isso fica evidenciado, segundo Assaf (2003) no trecho onde o autor descreve os deveres das bolsas de valores:

Possuem ainda o dever de dotar seu local de funcionamento de todas as condições para que os negócios se efetuem num mercado livre e aberto, obedecendo as suas próprias regras e propiciando a continuidade dos preços e a liquidez dos negócios realizados. É de sua responsabilidade também a fixação de um preço justo, formado pelo mercado diante dos mecanismos de oferta e demanda, além de divulgar dentro do menor prazo e da maior amplitude possível todas as operações realizadas." (ASSAF, 2003 p. 145)

Fortuna (2005) explica os diferentes tipos de mercados para atuação das Bolsas de Valores, os quais são:

- Mercado à vista: operações realizadas com imediata liquidação, ou num curto espaço de tempo;
- Mercado a termo, opções e futuros: operações realizadas com liquidação processadas num maior espaço de tempo.
- Mercado de balcão: operações realizadas com diferentes tipos de papéis, não necessitando registro na bolsa. Nesse mercado as operações ocorrem, em geral, através de contato telefônico.

As reuniões entre operadores da bolsa para negociação de ativos, assim como execução fisicamente de compra e venda aprovadas pelos compradores e vendedores, ocorrem nos chamados pregões.

3.3.1A Bolsa de Valores de São Paulo - BM&FBOVESPA S.A.

Em 2008 ocorreu a integração da entre Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) e a Bolsa de Valores de São Paulo. Atualmente as duas companhias juntas formam a terceira maior bolsa do mundo, líder no mercado latino americano de ações e valores mobiliários, e está na segunda colocação do ranking das Américas. JORNAL LIVRE (2008)

Abaixo segue a história da BOVESPA desde seus primórdios até a sua integração com a bolsa de mercadorias e futuros.

3.3.1.1 História

Segundo a BOVESPA, Emilio Rangel Pestana foi o criador da Bolsa Livre fundada em 1890, considerada embrião da Bolsa de Valores de São Paulo. Quatro anos após fechar suas atividades em decorrências da política do encilhamento em 1891, foi aberta a Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo, que contribuiu para a evolução do mercado de capitais do Brasil.

A Bolsa de Fundos Públicos negociava títulos públicos e ações que eram registradas em enormes quadros negros de pedras. Foi após a mudança da bolsa para o Palácio do Café em 1934, localizado no Pátio do Colégio que se procedeu a mudança do seu nome para Bolsa Oficial de Valores de São Paulo. Nesse momento as negociações já eram executadas pelos corretores, que se reuniam no centro de um balcão central.

Em 1967 surgem as sociedades corretoras, que assumem o antigo papel do corretor de fundos públicos e passam a atuar como empresas constituídas sob forma de sociedades por ações nominativas ou por cotas de responsabilidades limitadas. Nesse momento a bolsa passa a ser denominada Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA. E em 1970 a Bovespa dá um salto qualitativo, e seus negócios passam a ser operados eletronicamente com a substituição dos boletos por cartões perfurados.

Com a implantação do pregão automatizado a bolsa dissemina informações em tempo real e se torna pioneira na introdução de operações com opções sobre ações do Brasil. Na década de 1990 foi iniciadas as negociações através do Sistema de Negociação Eletrônica CATS (Computer Assisted Trading System) em paralelo com o sistema tradicional de Pregão Viva Voz. No final desta década foi implantado um novo sistema de negociação eletrônica da Bovespa, conhecido como Mega Bolsa, iniciativa que ampliou volume potencial de processamento de informações.

A Bolsa de Valores do Rio de Janeiro por tempo foi considerada líder no mercado de ações do Brasil. No entanto, a partir da década de 1980, a Bovespa gradativamente ganhou espaço, e em 2000 as duas bolsas fomentaram o acordo de integração das nove bolsas de valores brasileiras. O documento atribuía à BOVESPA a concentração das negociações das ações de companhias abertas e os títulos privados em geral, enquanto a BVRJ ficaria encarregada do mercado eletrônico de títulos da dívida pública.

Em 2005 a Bovespa torna-se uma bolsa totalmente eletrônica, findando desta foram o pregão Viva Voz até então utilizado e começando a operar somente com pregão eletrônico doméstico. E finalmente, em março de 2008 a Bovespa anuncia oficialmente o início da fusão com a Bolsa de Mercadorias & Futuros - BM&F. A BM&FBOVESPA passa nesse momento a exercer a qualidade de terceira maior bolsa de valores do mundo em valor de mercado, e a segunda das Américas.

3.3.2 Sociedades Corretoras e Distribuidoras

De acordo com Cavalcante (2005) as sociedades corretoras são de fundamental importância no mecanismo de inserção do público no mercado de capitais. São classificadas como instituições financeiras constituídas como sociedades anônimas ou sociedades por quotas de responsabilidade limitada. Através delas que o investidor institucional e pessoa física realizam suas operações de compra e venda de ações e valores mobiliários nos sistemas mantidos pelas bolsas de valores.

Segundo Fortuna (2005) o principal papel das sociedades corretoras é dar segurança ao sistema e liquidez aos títulos transacionados, suas atividades para tanto, são:

- operar na Bolsa de Valores da qual é membro, com autorização previa, nas negociações de títulos e valores mobiliários;
- administrar e custodiar carteiras de títulos e valores imobiliários;
- organizar e administrar fundos e clubes de investimentos;
- efetuar operações de intermediação de títulos e valores mobiliários por conta própria e de terceiros;
- efetuar operações de compra e venda de metais preciosos, por conta própria ou de terceiros; operar em bolsas de mercadorias e futuros, por conta própria e de terceiros;
- intermediar operações de cambio de moedas estrangeiras, por conta e ordem de terceiros;
- prestar assessoria técnica em operações inerentes ao mercado financeiro.

As sociedades distribuidoras executam operações semelhantes as corretoras, como intermediação na venda de títulos mobiliários de renda fixa ou variável e operações no mercado aberto, bem como participações em lançamentos públicos de ações. São firmas constituídas como sociedades anônimas ou formadas por quotas de responsabilidade limitada, cujo funcionamento é autorizado pelo BACEN.

4 Evolução Recente Do Mercado De Capitais No Brasil

4.1 MERCADO DE CAPITAIS E A SITUAÇÃO MACROECONÔMICA

Este capítulo pretende discutir, ainda que brevemente, a evolução recente do mercado de capitais brasileiro, com ênfase no comportamento da Bolsa de Valores de São Paulo. Diversos indicadores, tais como a elevação do volume transacionado, o incremento da participação das pessoas físicas no mercado e a forte valorização do IBOVESPA - registrado até a recente crise financeira ocorrida a partir de

setembro de 2008 - são demonstrações patentes deste processo de crescimento do mercado.

A tabela abaixo apresenta o volume de emissões primárias de 2003 até Outubro de 2008 no mercado da Bovespa incluindo ações, debêntures, notas promissórias, certificados de recebíveis imobiliários e quotas de fundos. Como podemos perceber na tabela, há um significativo crescimento destas emissões primárias. Como pode ser observado, o total de emissões primárias que em 2003 alcançava a cifra de R\$ 8.208 bilhões chegou a R\$ 91.306 bilhões em 2007, ou seja, alcançou um crescimento superior a 1000%.

TABELA 3 - EMISSÕES PRIMÁRIAS NA BOVESPA – 2003 - 2008

Período	Ações	Debêntures	Notas promissórias	Certificado de recebíveis Imobiliários	Quotas de fundos Imobiliários	Total R\$ em Milhões
2003	230	5 282	2 128	287	281	8208
2004	4 522	9 614	2 241	403	279	17059
2005	4 559	41 538	2 631	2 102	35	50865
2006	14 212	69 464	5 278	1 071	73	90098
2007	33 200	46 533	9 726	868	979	91306
2008						
Acumulado até Out	32 147	37 458	17 079	603	578	87865

FONTE: BACEN – SISTEMA GERENCIADOR DE SÉRIES TEMPORAIS

Em outra análise nota-se uma queda acentuada em 2008 das emissões primárias de títulos, isso ocorreu devido à crise financeira internacional, a qual desacelerou abruptadamente o número de emissões a partir de setembro de 2008. Segundo relatório do Banco Central, o total de emissões de ações, debêntures e notas promissórias passou de R\$ 25.533 bilhões em Julho para R\$ 2.198 bilhões em Outubro desse ano, indicando uma queda maior que 1000% em quatro meses.

A análise do comportamento do mercado até a crise financeira mundial evidencia de forma clara a manutenção do processo de crescimento do mercado de capitais brasileiro. O objetivo desta monografia é entender quais as razões para este processo de crescimento.

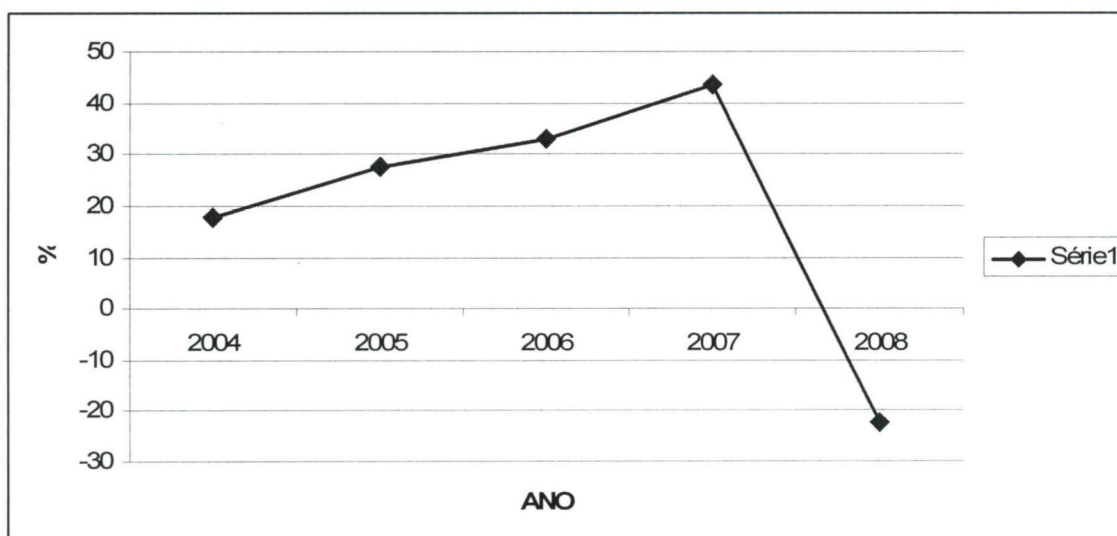
Segundo relatório da BOVESPA as emissões de títulos de valores mobiliários registrados pela CVM alcançaram o patamar de R\$ 89,5 bilhões em 2007. Os

principais incrementos estão nos lançamentos de novas ações registrando o crescimento de 133% e o volume de R\$ 33,2 bilhões, e nas 62 ofertas públicas iniciais registradas em 2007 totalizando R\$ 28,9 bilhões registrando crescimento de 142% neste mesmo ano.

Segundo o relatório, a participação dos investidores estrangeiros na ofertas públicas, que totalizaram R\$ R\$ 65,5 bilhões em 2007, atingiu 75,4%. As emissões de cotas de Fundos de Investimentos em Participações atingiram R\$ 22,3 bilhões, tendo robusto crescimento de 366,2% em relação ao ano anterior, esse desempenho demonstra a continuidade no crescimento do mercado de *private equity* no Brasil, cuja demanda tem sido sustentada em parte pelos investidores estrangeiros e institucionais.

É possível evidenciar o bom desempenho do mercado secundário de ações pelo Índice da Bolsa de Valores de São Paulo – Ibovespa, o qual registrou o crescimento de 43,7% em 2007, acumulando 245% desde 2004. O gráfico abaixo demonstra esse crescimento até a crise, a qual o Ibovespa tem uma queda de rendimento de (51,46%), passando de 43,7% no seu nível mais alto em 2007 para – 22,45% no acumulado até setembro de 2008.

GRÁFICO 3 - RENDIMENTO IBOVESPA – EVOLUÇÃO 2004-2008



FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

Outro incremento relevante ocorreu no volume médio diário negociado na Bovespa, o qual registrou elevação anual de 100% , atingindo o recorde de R\$ 4,9 bilhões em 2007, enquanto a capitalização de mercado das empresas listadas na

Bovespa elevou-se 60,4% neste mesmo ano totalizando o recorde de R\$ 2,5 trilhões. Nos últimos cinco anos o volume de negócios e a capitalização aumentaram 749% e 465%, respectivamente.

As razões para este desenvolvimento do mercado de capitais, até a crise financeira recente, são diversas. Segundo o relatório anual do Banco Central do Brasil do ano de 2007 os fatores que explicam esse crescimento estão ligados ao maior dinamismo da demanda interna, o que significa maior nível de investimento e consumo das famílias.

O nível de investimento da economia brasileira apresentou em 2007 um aumento de 13,4% segundo estatísticas do IBGE, o que configura a maior taxa de anual desde 1994, esse ritmo corrobora a confiança do empresariado na continuidade da expansão do ritmo de crescimento da economia.

Outros indicadores econômicos que traduzem essa fase favorável da economia brasileira são os índices de desemprego da economia, segundo o IBGE a taxa de desemprego ocupou em 2007 o patamar de 9,5 contra 10% em 2006; a taxa de ocupação dos trabalhadores, com crescimento de 3% representando 617 mil postos de trabalho¹³; o aumento da média salarial de 3,2% em relação a 2006¹⁴ e o aumento do Índice de Volume de Vendas no Varejo, o qual segundo o IBGE teve elevado crescimento de 9,7 em 2007, maior taxa registrada desde 2000.

Em suma, a estabilidade econômica e o bom desempenho da economia brasileira nos últimos anos devem ser entendidos como elementos que favoreceram a expansão do mercado de capitais. A valorização da Bovespa reflete, em alguma medida, a própria expansão da economia.

Outro fator que deve ser levantado na explicação do crescimento do mercado brasileiro encontra-se na expansão da economia mundial, particularmente nos elevados níveis de liquidez verificados até a ocorrência da recente crise financeira internacional. A ampliação da participação do capital estrangeiro, particularmente na BOVESPA, é fruto, em alguma medida, desta expansão dos investidores internacionais na busca de mercado cujos preços eram considerados ainda relativamente baixos para os padrões internacionais.

¹³ Taxa calculada de acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego – PME do IBGE, sob as seis principais regiões metropolitanas do país.

¹⁴ O rendimento médio real recebidos pelos trabalhadores em 2007 foi de R\$ 1.143,73, nas seis principais regiões metropolitanas atendidas pela PME.

Além destes elementos de natureza macroeconômica, podem ser destacados como fatores determinantes desta expansão elementos próprios do comportamento dos investidores no processo de alocação de recursos. A próxima seção trata deste tema.

4.2 COMPORTAMENTO DO INVESTIDOR E A EXPANSÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Para definir o perfil do investidor é essencial considerar sua tolerância ao risco. Existem pessoas que estão dispostas a correr maiores riscos do que outras e, portanto, tendem a suportar melhor as flutuações do mercado. Alguns autores classificam os investidores por três perfis básicos: conservadores, moderados, e dinâmicos (agressivos). De acordo com cada perfil os investidores definem qual melhor aplicação para seus recursos, tendo em vista sempre, o fator risco do seu capital. Um Investidor conservador, por exemplo, vai adotar possivelmente uma estratégia conservadora, ou seja, vai preferir aplicar grande parte de seus recursos em renda fixa, e uma pequena parte em renda variável a qual incorre em maiores riscos.

A estratégia do investidor agressivo provavelmente vai ao contrário do conservador, e aloca a maior parte dos recursos em renda variável. O investidor moderado é aquele que prefere a segurança da renda fixa, mas também quer participar da rentabilidade da renda variável, para esse investidor a segurança é importante, mas também quer obter retornos acima da média, nesse caso a melhor alternativa é a diversificação do portfólio.

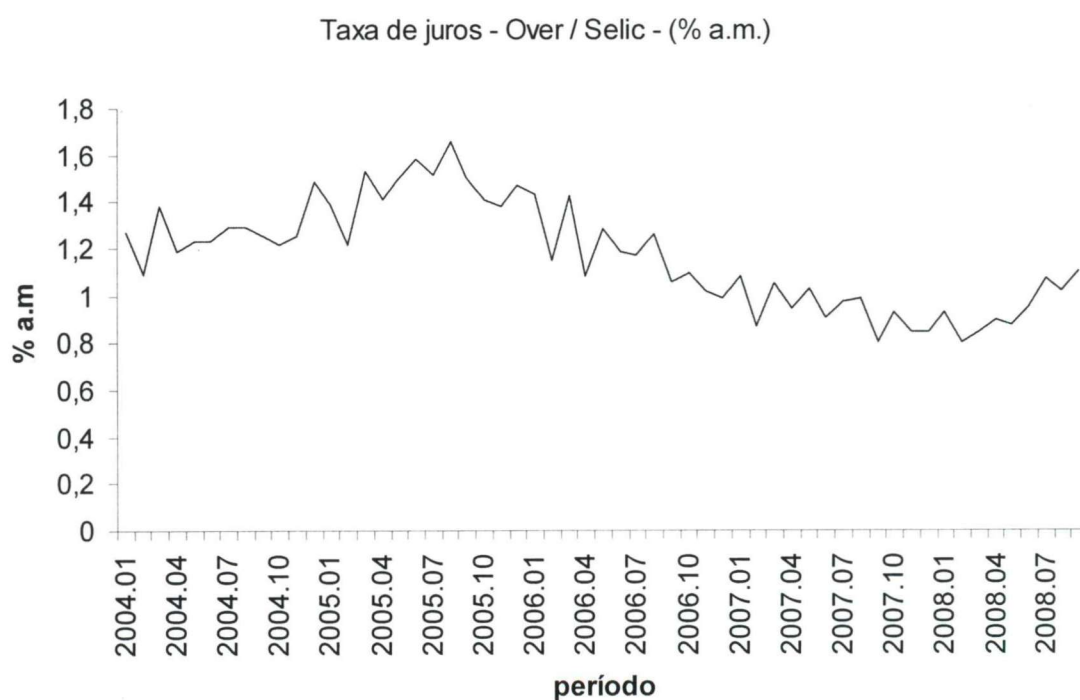
De acordo com Villela (2003) o importante para o investidor é conhecer o seu próprio perfil antes de arriscar em qualquer forma de investimento. Para esse autor "todos os planos tem pontos positivos e negativos" por isso ele indica que o ideal é estudar as diversas propostas que se abrem:

Sem descartar a possibilidade de não fazer novos aportes no novo plano, mas pensando em manter a segurança e o rendimento garantido, ou seja, manter o valor já existente no fundo e comprar, em paralelo um outro investimento compondo uma carteira. (VILLELA, 2003 p. 110)

No referencial teórico deste trabalho foi apresentada a literatura econômica que trata do tema, particularmente a discussão sobre a relação risco-retorno e diversificação do portfólio. Como visto naquele capítulo, os agentes econômicos racionais somente estão dispostos a correr um risco maior (maior variância do retorno esperado) caso o retorno esperado seja igualmente maior. Em outras palavras, os agentes não estão dispostos a incorrer em maiores riscos caso não haja uma compensação do ponto de vista do retorno esperado.

Em alguma medida, a expansão do mercado de capitais no Brasil reflete uma opção de ampliação do risco por parte dos investidores. Em grande medida, a redução do rendimento dos títulos que rendem juros, especialmente os títulos públicos, em função da queda da taxa de juros básica (a taxa Selic) deve ser incorporada na análise.

GRÁFICO 4 – TAXA BÁSICA DE JUROS – SELIC. 2004 – 2008



FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL – SÉRIES TEMPORAIS

A queda da taxa Selic é um componente importante para entender a menor rentabilidade de uma série de ativos que rendem juros. Esta queda impulsionou, em nossa visão, o mercado de capitais brasileiro, em especial o mercado de ações.

A tabela 4 apresenta a rentabilidade dos principais ativos financeiros desde 2004 até Setembro de 2008, pode-se observar que os fundos de ações e o Ibovespa, embora não ocuparem o montante de recurso disponíveis em aplicações de renda fixa teve no ano 2007 diferença significativa de rentabilidade com relação aos outros títulos.

TABELA 4 – RENDIMENTOS NOMINAIS BRUTOS DAS PRINCIPAIS APLICAÇÕES FINANCEIRAS 2004-2008

Período	Poupança	CDB	Fundos de investimento			Dólar Comercial	Ibovespa	
			PJ não Financeira	PF	Média ³⁷			Extramercado
2004	8,10	15,46	13,87	15,42	15,94	17,20	-8,13	17,81
2005	9,18	17,62	16,14	17,56	18,48	16,81	-11,82	27,71
2006	8,23	13,83	12,60	13,76	14,89	36,12	-8,66	32,93
2007	7,63	10,45	10,23	10,49	11,31	53,01	-17,15	43,65
2008	5,62	8,31	8,62	8,40	8,53	-20,02	8,07	-22,45

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL E BROADCAST

Outro aspecto importante apresentado no gráfico refere-se ao comportamento do dólar comercial no período. Aplicações em dólar, geralmente preferidas em momentos de incerteza, foram um péssimo investimento, tendo em vista a valorização do real no ano de 2007. Em suma, juros e dólar em queda ampliaram o desejo dos agentes pelo risco e impulsionaram a preferência dos investidores em aplicações em títulos de renda variável, estimulando desta forma o mercado de ações brasileiro.

O crescimento do mercado de ações deve ser entendido, portanto, como fruto de uma conjuntura doméstica e internacional favorável ao qual somou-se uma redução da aversão ao risco dos agentes econômicos, algo racional num cenário de ampliação do retorno esperado dos ativos de renda variável.

Outro fenômeno importante no contexto recente do mercado de capitais brasileiro refere-se à ampliação do número de investidores individuais no mercado, processo que corrobora a idéia de aquecimento do mercado. A próxima seção é dedicada ao estudo deste aspecto.

4.3 AMPLIAÇÃO DOS INVESTIDORES INDIVIDUAIS E INCENTIVOS DA BOVESPA

Segundo a Bovespa, a participação de investidores individuais vem crescendo significativamente, esse grupo passou de 80 mil em 2002 para 255 mil em 2007, e o valor médio negociado por essas pessoas em 2002 passou de R\$ 120 milhões para R\$ 907 milhões em 2007, o que representa um aumento de 755% do volume total negociado por pessoas físicas nesse período.

Em entrevista ao Jornal Diário Metropolitano¹⁵ o ex-diretor executivo da Hera Investment¹⁶, Rodnei Riscali, atribui esse salto à:

Com mais opções e maior transparência dos meios de aplicações, investir ficou mais simples. Os iniciantes podem aplicar por meio de Clubes de Investimento, que possuem contribuição mínima de R\$ 1.000,00 e participar do mercado de ações com uma carteira diversificada em papéis de empresas de primeira linha. (RODNEI RISCARELI, 2008)

Esse cenário favorável não exige os investidores de tomar certas precauções, segundo Riscali, o iniciante deve primeiramente definir um corretor se sua preferência, e que de preferência tenha experiência com o público pessoa física, já que muitas não possuem atendimento ágil e personalizado para atender o investidor físico. Para ele é importante também definir o seu perfil, para assim traçar uma estratégia de ganhos a longo prazo, que seja adequada a sua realidade.

A pesquisa evidenciou também que de cem investidores individuais entrevistados (81 homens e 19 mulheres) com aplicações de mais de R\$ 5.000, 57

¹⁵ DIÁRIO METROPOLITANO. Disponível em http://diariometropolitano.com/metro/index.php?option=com_content&task=view&id=1375&Itemid=0. Acessado em 5 Out 2008

¹⁶ Entidade especializada em investimentos em ações.

utilizam as corretoras de valores como o canal para a realização dos investimentos na bolsa. Em segundo lugar na preferência dos investidores ficaram os bancos de investimentos com 23%. Corretor financeiro da conta corrente, corretores de banco, olheiros de bolsa, e consultores independentes, ficaram com 16%, 1%, 1% e 1%, respectivamente.

Em grande medida, a ampliação dos investidores individuais pode ser explicada, de acordo com estudos da Bovespa, pela evolução dos serviços de telecomunicações e a pulverização do uso da internet a partir de 1999.

A Bovespa implantou serviços que facilitaram em grande medida o acesso do público ao mercado de ações brasileiro. O Home Broker permitiu ao investidor uma maior interação com o mercado de capitais, na medida em que através da internet e com a intermediação de uma corretora por meio de seus sites é possível a transmissão de ordens de compra ou de venda de um investidor diretamente ao Sistema de Negociação da Bovespa.

Outra inovação da Bovespa foi a criação do After Market, o qual oferece aos seus investidores a possibilidade de negociar no mercado de ações no período noturno. Foi uma forma inovadora em termos mundiais de incentivo ao ingresso de pequenos investidores na bolsa de valores, em que oferece a sessão noturna de negociação eletrônica, e possibilita atender profissionais do mercado e investidores individuais, pois permite que enviem ordens por meio da Internet também no período noturno.

A Bovespa criou em dezembro de 2001 um sistema chamado Novo Mercado, nesse sistema são listadas ações de empresas que se comprometem, voluntariamente, a adotar práticas de governança corporativa mais rígidas do que as cobradas pela legislação brasileira. As empresas listadas no Novo Mercado assumem compromissos adicionais aos exigidos pela Legislação atual, entre eles os de prestar informações que facilitem o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da Companhia quanto à adoção de regras societárias que identifiquem melhor equilíbrio entre os direitos de todos os acionistas.

Isso contribui para a melhoria na qualidade de informações prestadas pela Companhia e a ampliação dos direitos societários reduz as incertezas com relação às tomadas de decisões sobre investimentos, o que elimina conseqüentemente os riscos. Desta forma, segundo a Bovespa, o Novo Mercado torna-se uma importante

ferramenta para aumentar a credibilidade das empresas listadas na bolsa, o que favorece a melhor precificação de suas ações que, por sua vez, incentiva novas aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo assim o mercado de ações brasileiro como alternativa de investimento e de captação de recursos.

As estratégias da Bovespa para ampliar o número de investidores individuais estão em manter programas de promoção e divulgação do mercado de ações, conhecido como “Bovespa Vai Até Você” , assim como divulgação através de marketing e comunicação dos conceitos do mercado acionário, com abordagem elaborada para o entendimento dos diversos setores da sociedade, estimulando o ingresso de novos investidores na bolsa.

Com relação a tecnologia, a Bovespa mantém um parque tecnológico em constante atualização e aperfeiçoamento para atender a crescente demanda do mercado. Através do sistema eletrônico Mega Bolsa, são transacionados as ofertas de compra e venda. Segundo a Bovespa, a média alcançada no final de 2007 é de seis ofertas para geração de um negócio, essas negociações ocorrem em tempo real e atinge cerca de 150 destinos primários , entre corretoras, seus Home Brokers e agências de notícias, as quais redistribuem todas as informações de mercado aos seus clientes.

Em suma, as estratégias de divulgação do mercado acionário pela Bovespa, juntamente com a evolução das telecomunicações no sentido de melhorar a eficiência para transmissão de informações aos agentes, unido com a estabilidade econômica vivida até a atual crise financeira, assim como as novas formas de Governança Corporativa passando mais credibilidade aos mercado acionário, contribuíram para o maior acesso dos investidores nas bolsas de valores, e favoreceu a lucratividade desse segmento até meados de setembro de 2008.

Na próxima seção esse trabalho vai aproximar a percepção do que ocorreu para que esse mercado, até então com crescimentos acima da média, iniciasse uma fase de retração.

4.4 PERSPECTIVAS SOBRE A CRISE FINANCEIRA MUNDIAL: BREVE DESCRIÇÃO

Esta seção tem como objetivo apresentar uma breve discussão sobre a recente crise financeira e seus impactos sobre o mercado de capitais brasileiro.

A crise financeira iniciada no mercado imobiliário norte-americano alastrou-se por todo o sistema financeiro internacional e reduziu brutalmente a confiança dos agentes econômicos, particularmente no que tange as possibilidades de crescimento das economias.

O efeito sobre os mercados de capitais, especialmente sobre as bolsas de valores foi imediato. Com níveis de confiança reduzidos e acumulando perdas nos mercados financeiros dos países desenvolvidos, os grandes investidores internacionais passaram a refazer sua estratégia em nível global, com redução brutal de sua exposição em países emergentes. Os efeitos sobre a Bovespa, assim como outros mercados emergentes, foram imediatos.

Os impactos da crise financeira mundial podem ser observados na tabela 4.0, nota-se uma perda de 22,45% na rentabilidade das ações negociadas na Bovespa, com giro financeiro acumulado até setembro de 2008 de R\$ 4,9 bilhões, segundo site da companhia. Os fundos e ações também registraram queda, acumulando perdas de janeiro a setembro de R\$6,8 bilhões.

De acordo com a Gazeta Mercantil (2008), baseada nas análises e previsões de economistas, em um momento de grande aversão a risco, investimentos mais conservadores ganham espaço ao longo do ano, sendo fundos de renda fixa, ouro e a caderneta de poupança as opções mais procuradas em épocas de incerteza.

Diante da crise global, a qual vem afetando principalmente a rentabilidade dos ativos que estão atrelados à cotação internacional das commodities, alguns analistas e corretores apostam na compra de ações de empresas que fornecem matérias-primas. Segundo a Alpes Corretora¹⁷, uma sugestão de carteira de investimentos nesse momento, seria de manter 80% do portfólio em papéis da Vale, Petrobras e Aços Villares, e os restantes 20% em ações do Bradesco. Essa percepção da corretora é, provavelmente, motivada pela baixa das ações dessas empresas, e

¹⁷ Entrevista extraída da Gazeta Mercantil em 1º de Outubro de 2008. Ed. nº23.920

conseqüente expectativa que as mesmas venham a subir no longo prazo, o que geraria ganhos na venda desses papéis.

Outros analistas concordam com a estratégia adotada pela Alpes Construtora, segundo análise da sócia-gestora da Global Equity, Patrícia Branco, os papéis da Vale e Petrobras “caíram tanto, estão tão descontados que são os principais alvos em movimento de compra”, o que evidencia a movimentação dos investidores em uma posição mais arrojada com relação aos riscos.

Por outro lado, as opções de investimentos em renda fixa fornecem remuneração atrativa, e com menor risco. Segundo a InvestNews, na categoria de investimentos de renda fixa com patrimônio maior que 30 milhões, algumas opções acumulam no ano retornos que vão de 8,61% a até 13,79%, e sugere: RT Alm 5 FI RF; FIC Renda Fixa MTM 114; FI BV Farol RF Créd Priv; FI RF Mercatto Top; Mercatto Top Credito LP, as quais possuem retornos acumulados até setembro de: 11,78%, 9,76%, 9,5% e 9,38%, respectivamente.

Em síntese essa seção demonstrou que a crise financeira iniciada nos EUA, teve impactos relevantes também no mercado de capitais brasileiro, e está, contudo, afetando a decisão dos agentes em alocar seus recursos em investimentos considerados mais seguros, ou de forma especulativa, em ativos cuja expectativa seja de valorização futura.

CONCLUSÕES

O objetivo deste trabalho foi analisar o desenvolvimento recente do mercado de capitais brasileiro. Para tanto se utilizou um referencial teórico básico, centrado na relação risco-retorno e no tema da diversificação. Também foram apresentados aspectos institucionais do mercado, assim como os seus principais produtos.

A conclusão a que se chega é que a fase de estabilidade econômica, estabilidade de preços e nível de emprego contribuiu fortemente para que os agentes se tornassem otimistas em relação aos investimentos de renda variável, que juntamente com a queda da taxa básica de juros da economia estimularam os agentes a buscar formas mais rentáveis para alocar seus recursos.

Conclui-se também que os agentes que utilizam estratégias de diversificação de portfólio, minimizam as possibilidades de perda, pois pulverizam seus investimentos em títulos cuja rentabilidade seja menor, mas em contrapartida obtém a satisfação de segurança na sua escolha. Desta forma, diversificar investimentos de acordo com o perfil do investidor quanto à aversão ao risco satisfaz a relação entre minimizar risco e participar mesmo que em menor escala dos ganhos de ativos com maior remuneração.

O papel desempenhado na ampliação do mercado brasileiro de capitais em função da ampliação da base de investidores individuais na BOVESPA e dos incentivos desta Companhia em favorecer o crescente ingresso desse público também foram discutidos no trabalho. Nesse sentido pode-se concluir que a evolução das telecomunicações teve impacto importante para facilitar a transferência de informações, agilidade no processamento das negociações e disseminação dos conceitos a todos os públicos.

Em suma, o presente trabalho estudou a evolução recente do Mercado de Capitais e seu aparato regulatório, bem como explicou de forma sintética as possibilidades de investimentos de renda fixa e variável, públicos e privados. A relevância dessa abordagem está em aprender o mecanismo de transferência de recursos entre os agentes deficitários e superavitários, o que nos mostra a relevância do mercado de capitais no desenvolvimento e progresso do país.

Nesse sentido pode-se, por fim, concluir que o Mercado de Capitais brasileiro tem grande importância no fomento de recursos entre os agentes econômicos, e

quanto mais desenvolvido e estável for esse mercado, melhores serão os frutos colhidos pela população como um todo, e maior será a representatividade do Brasil em relação ao resto do mundo.

Finalmente, nossa abordagem procurou explicar a recente evolução do mercado de capitais no país através de um amplo conjunto de elementos de natureza macroeconômica, microeconômica e institucional. O entendimento deste crescimento recente parece-nos fruto de uma conjunção de fatores com destaque para a queda da taxa de juros doméstica, a ampliação dos esforços institucionais e os avanços tecnológicos verificados durante o período analisado.

REFERÊNCIAS

- ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado Financeiro: Aspectos Conceituais e Históricos**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Ed. Atlas, 2003.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Estabilidade Econômica**. Disponível em <http://www.bcb.org.br> Acesso em 04 Jul 2008
- BOVESPA. **Mercado de Capitais**. Disponível em <http://www.bovespa.com.br> Acesso em 10 Ago 2008.
- CARVALHO, F.J.C. et al. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007.
- CARLOS, J. M. & KISTLER, H. E. **Portifólios Ótimos: Um exemplo prático**. *artigo originalmente publicado na Revista Informe SENN nº 23, p. 10-12, maio 1994)*
- CANUTO, O. & FERREIRA Jr. R.R. **Assimetrias de Informação e ciclos econômicos: Stiglitz é Keynesiano?** Texto para discussão, nº 73, maio de 1999, IE- Unicamp.
- CAVALCANTE, Francisco. **Mercado de Capitais**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Campus, 2005.
- COSTA, MENEZES & LEMGRUBER. **Mercado de capitais: Estimação de betas de ações através do método dos coeficientes agregados**. São Paulo ed Atlas, 2000.
- CONSULTORIA TENDÊNCIAS Disponível em ftp://ftp.usjt.br/pub/revint/131_45.pdf Acesso em 20 Ago 2008.
- CVM. Portal do Investidor. **História do Mercado de Capitais do Brasil**. Disponível em: < <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/acadêmico> > Acesso em 14 de Set. 2008
- CURADO, MARCELO. **Economia e Sociedade**. Campinas, v 15, n 1(26), p 57-77, jan/jun. 2006
- DIÁRIO METROPOLITANO. **Economia e Finanças**. Disponível em <http://www.diariometropolitano.com.br> Acesso em 5 Out 2008
- FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro produtos e serviços**. 16ª Ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.
- FRANCIS, J. C. **Investments: analysis and management**. 5. ed New York: MacGraw-Hill, 1991
- GAZETA MERCANTIL. **Caderno de Economia**. Ed. nº23.920 Curitiba. Out 2008

GUIA ON LINE . Disponível em <http://www.enfin.com.br> acesso em 27 Set. 2008.

INVEST NEWS. **Economia**. Disponível em <http://www.investnews.com.br> Acesso em 5 Out 2008

JORNAL LIVRE. Disponível em <http://www.jornallivre.com.br/173479/bolsa-de-valores-de-sao-paulo.html> Acessado em 29 Set de 2008

PAULA, J. B. **Desenvolvimento Financeiro e Baixa Eficiência no Processo de Acumulação de Capital: Um estudo sobre o Caso dos Bancos Privados no Brasil na Perspectiva Pós-Keynesiana**. Tese apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Desenvolvimento Econômico. Curitiba, UFPR, 2007.

KEYNES, J. M. **A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Atlas, 1982.

VILLELA, Eurico. **Valor responde, Valor Econômico 2003**. Disponível em: www.valoronline.com.br acesso em 25 de maio de 2008

WAN, SIAW, PENG. **Modern Portifólio Theory. Chapter 5** Disponível em <http://www.ifa.com/Media/Images/PDF%20files/MPTTextbook.pdf>