

**DANILO DA COSTA LINCHUCA**

**O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO:  
O DESENVOLVIMENTO APÓS 1990**

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

Orientador: Prof. Dr. Luiz Vamberto de Santana

**CURITIBA  
2008**

## TERMO DE APROVAÇÃO

DANILO DA COSTA LINCHUCA

### O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: O DESENVOLVIMENTO APÓS 1990

Monografia aprovada como requisito parcial para conclusão do curso de Ciências Econômicas, setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

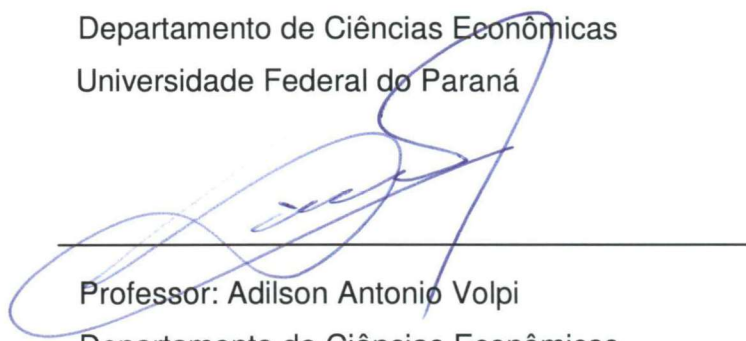


Orientador

Professor: Luiz Vamberto de Santana

Departamento de Ciências Econômicas

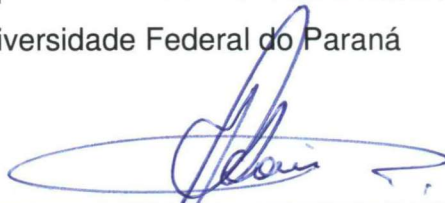
Universidade Federal do Paraná



Professor: Adilson Antonio Volpi

Departamento de Ciências Econômicas

Universidade Federal do Paraná



Professor: Aldair Tarcisio Rizzi

Departamento de Ciências Econômicas

Universidade Federal do Paraná

"Economia freqüentemente não tem relação  
com o total de dinheiro gasto, mas com a  
sabedoria empregada ao gastá-lo."  
(Henry Ford)

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais pelo apoio e incentivo. Aos meus colegas pelas horas dispensadas com minhas dúvidas. Ao meu orientador por me guiar pelo caminho certo. Aos professores que, direta ou indiretamente, contribuíram para a realização deste trabalho.

## SUMÁRIO

<b>RESUMO .....</b>	<b>VII</b>
<b>LISTAS DE ILUSTRAÇÕES.....</b>	<b>VIII</b>
<b>1 – INTRODUÇÃO .....</b>	<b>1</b>
<b>2 – REVISÃO TEÓRICA .....</b>	<b>4</b>
2.1 - <b>ESTRUTURA DO MERCADO DE CAPITAIS .....</b>	<b>4</b>
2.2 - <b>DICOTOMIA MOEDA X TÍTULOS: A PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ... 5</b>	<b>5</b>
2.3 – <b>A TAXA DE JUROS E A OFERTA DE TÍTULOS .....</b>	<b>6</b>
2.4 - <b>MODELO BAUMOL-TOBIN: A DEMANDA TRANSACIONAL .....</b>	<b>6</b>
2.5 - <b>MECANISMO DE POUPANÇA-INVESTIMENTO .....</b>	<b>7</b>
<b>3 – O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS .....</b>	<b>9</b>
3.1 – <b>PERÍODO ANTERIOR À DÉCADA DE 1980 .....</b>	<b>9</b>
3.2 – <b>A DÉCADA DE 1980 .....</b>	<b>10</b>
3.3 – <b>A DÉCADA DE 1990 .....</b>	<b>12</b>
3.3.1 – <b>O Período 1990-1994.....</b>	<b>12</b>
3.3.2 – <b>O Período 1994-1999.....</b>	<b>18</b>
3.3.3 – <b>Considerações Anos 1990 .....</b>	<b>23</b>
3.4 – <b>OS ANOS 2000 .....</b>	<b>24</b>
3.4.1 – <b>Unificação das Bolsas de Valores do Brasil .....</b>	<b>25</b>
3.4.2 – <b>Reforma da Lei do Mercado de Valores Mobiliários e da Lei das Sociedades por Ações. ....</b>	<b>27</b>
3.4.3 – <b>Investimentos Estrangeiros .....</b>	<b>30</b>
3.4.5 – <b>Novo Mercado e Bovespa Mais.....</b>	<b>31</b>
3.4.6 – <b>Fusão BM&amp;F e BOVESPA: A Nova Bolsa.....</b>	<b>36</b>
<b>4 – CONCLUSÕES .....</b>	<b>39</b>
<b>5 – LISTA BIBLIOGRÁFICA.....</b>	<b>43</b>
<b>ANEXO I – CRISES DO PERÍODO COM REPERCUSSÃO NO MERCADO DE CAPITAIS.....</b>	<b>45</b>

## RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar e apresentar um panorama geral da situação do mercado acionário brasileiro, bem como salientar os fatos que influenciaram, positivamente ou negativamente, para que este mercado atingisse o patamar de hoje. Primeiramente será brevemente apresentado um resumo da abordagem teórica sobre o tema. Em seguida exposto o desenvolvimento do tema, com a abordagem dos principais fatos econômicos impactantes no mercado de capitais, para no final seguir-se a conclusão da discussão.

Palavras chaves: Bolsa de Valores, Ações, Mercado de Capitais, Investimento Estrangeiro.

**LISTAS DE ILUSTRAÇÕES**

TABELA 1 – QUANTIDADE DE NOTAS PROMISSÓRIAS REGISTRADAS NA CVM

TABELA 2 – VOLUME DE RECURSOS ESTRANGEIROS NO BRASIL COM A UTILIZAÇÃO DO ANEXO IV (US\$ MILHÕES)

TABELA 3 – PROGRAMAS BRDS LISTADOS NA BOVESPA EM 2008

TABELA 4 – INGRESSO DE INVESTIMENTOS EXTERNOS NO BRASIL – US\$ MILHÕES

TABELA 5 – COMPANHIAS LISTADAS NA BOVESPA

TABELA 6 – PARTICIPAÇÃO DA BOVESPA EM RELAÇÃO ÀS NEGOCIAÇÕES BRASILEIRAS EM BOLSAS

TABELA 7 – PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES NA BOVESPA

TABELA 8 – MOVIMENTAÇÃO DOS INVESTIDORES ESTRANGEIROS ANUAL (R\$ MILHÕES)

TABELA 9 – COMPARATIVO DE SEGMENTOS

TABELA 10 – RANKING DAS BOLSAS DE VALORES NO MUNDO – EM VALOR DE MERCADO

TABELA 11 – DADOS DE NEGOCIAÇÃO BOVESPA – VOLUME TOTAL (R\$ MILHÕES)

TABELA 12 - AS CRISES DO MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL – ANOS 90

FIGURA 1 – ESTRUTURA DO MERCADO DE CAPITAIS

FIGURA 2 – FLUXOGRAMA DE EMISSÃO DE ADR

FIGURA 3 – FLUXO DE UMA OPERAÇÃO DE SECURITIZAÇÃO

GRÁFICO 1 - DADOS DE NEGOCIAÇÃO BOVESPA – VOLUME TOTAL (R\$ MILHÕES)

## 1 – INTRODUÇÃO

O mercado de capitais compreende operações realizadas predominantemente em mercados organizados (balcão e bolsas de valores), onde se verifica a captação de recursos de médio e longo prazo por companhias emissoras de títulos e valores mobiliários. Os intermediários são os bancos múltiplos, de investimentos e as sociedades corretoras. É constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas. Neste mercado, os principais títulos negociados são os representativos do capital de empresas — as ações — ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas — debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e *commercial papers* —, que permitem a circulação de capital para custear o desenvolvimento econômico (BOVESPA, 2007-a).

A economia mundial conhece a necessidade de crescimento econômico, que proporciona mais empregos, mais renda, mais consumo, mais bem-estar e maior arrecadação. Mas crescer requer investimentos e, conseqüentemente, uma abdicção de consumo. A eficiência deste crescimento é um reflexo da direção que estes investimentos tomam, onde sua melhor aplicação é em opções de maior rentabilidade. Assim, para o crescimento econômico, são necessários mecanismos eficientes que incentivem a formação de poupança, possibilitem sua intermediação e a tornem acessível para quem quer investir. As principais formas de realizar o encontro do capital excedente, ou seja, os capitais dos indivíduos poupadores, com os indivíduos que necessitam de investimento são: o autofinanciamento, em que as empresas ou indivíduos investem apenas aquilo que eles mesmos poupam; o direcionamento de recursos para sociedade, realizado pelo governo; e através dos mercados financeiro e de capitais. Esta última é a forma mais eficiente de captar poupança e direcioná-la para as atividades mais produtivas (NOBREGA, 2000).

O crescimento econômico esteve sempre ligado ao desenvolvimento dos mercados financeiros. Nas economias modernas, a atividade econômica está intimamente ligada à intermediação de recursos entre poupadores e investidores. O desenvolvimento econômico também é acompanhado de maior institucionalização da poupança. As famílias passam a ter maiores excedentes de consumo e a

demandar alternativas confiáveis para sua poupança, que garantam o longo prazo, proporcionem liquidez e ofereçam retornos razoáveis ao longo do tempo (NOBREGA, 2000).

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

A globalização e as novas tecnologias de comunicação e informática, culminando com a Internet, estão ampliando as possibilidades do mercado de capitais. Facilita-se o acesso aos mercados, e reduz-se o custo da intermediação (NOBREGA, 2000).

No Brasil, o mercado acionário era modesto no início da década de 1980. Mas em 1987, ocorreu uma tímida abertura econômica, e que teria representatividade na década seguinte. A década de 1990 ficou caracterizada por privatizações e diversificação das alternativas de investimento. Além de implantar medidas para combater a inflação, o Governo Collor, iniciado em março de 1990, procurou modernizar o país, por meio da extinção de títulos ao portador, abertura da economia, liberação às importações e ataques aos cartéis. Foi também neste período que ocorreram significativas mudanças na economia do país que permitiram a ampliação do mercado de capitais. Além do Programa Nacional de Desestatização (PND) e da Abertura Comercial, surgiu o Plano Diretor de Mercado de Capitais, o Código de Defesa do Consumidor, a estruturação da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) (e posterior fusão com a Bovespa em 2008), o Plano Real, a criação de Fundos Mútuos de Investimentos, Revisão do Acordo de Basiléia, entre outras Leis de suma importância para o Mercado de Capitais.

Este trabalho tem como objetivo geral, analisar o desempenho do Mercado de Capitais no Brasil, a partir de 1990, com o início do Governo Collor. Como objetivos específicos observam-se: fazer uma análise do histórico dos movimentos governamentais que contribuíram para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro; obter uma visão das consequências das crises internacionais do período no mercado de capitais do país.

Para a primeira etapa deste trabalho, será realizado um levantamento teórico para estruturação do tema. Para a segunda etapa, uma abordagem histórica,

através de pesquisas bibliográficas, da trajetória do Mercado de Capitais no Brasil, com base nos instrumentos utilizados pelo governo e outras entidades responsáveis pelo desempenho do setor. Finalmente, na última etapa, haverá a conclusão do estudo.

## 2 – REVISÃO TEÓRICA

São diversas as contribuições teóricas sobre o tema. Sendo assim, será apresentado o referencial teórico necessário para a compreensão e análise dos principais aspectos do mercado de capitais.

### 2.1 - ESTRUTURA DO MERCADO DE CAPITAIS

Para PINHEIRO (2002), o mercado de capitais representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas, canalizando recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores. O surgimento do mercado de capitais se deu no momento em que o mercado de crédito deixou de atender a necessidade dos agentes deficitários. O surgimento foi fundamentado em dois princípios: contribuir para o desenvolvimento econômico e permitir e orientar a estruturação de uma sociedade pluralista, baseada na economia de mercado.

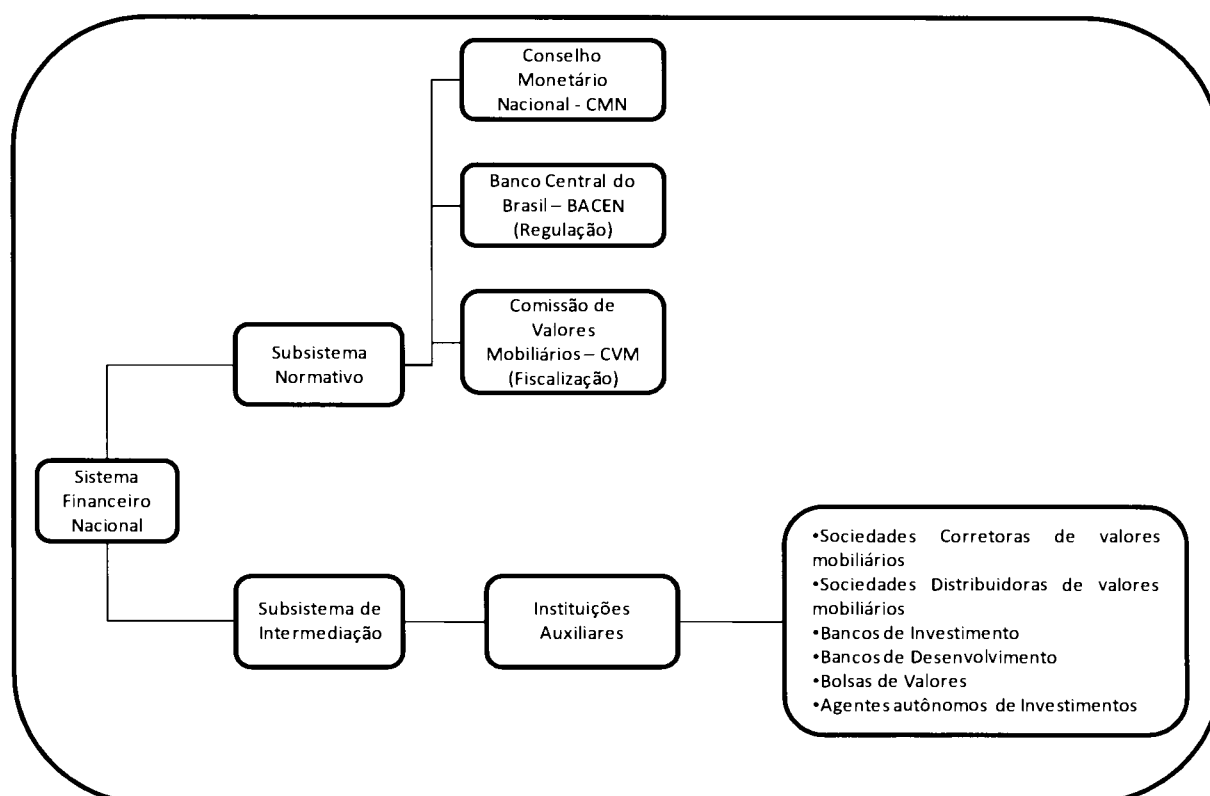
As sociedades corretoras de valores mobiliários, as sociedades distribuidoras de valores mobiliários, bancos de investimento e bancos de desenvolvimento compõe o sistema de distribuição e intermediação do mercado de capitais. As entidades responsáveis pela normatização, regulação e fiscalização são respectivamente: Conselho Monetário Nacional (CMN), o Banco Central (BACEN) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Este mercado é classificado, também, em dois tipos: Mercado Primário, onde as ações ou títulos são colocados pela primeira vez no mercado, quando da abertura de capital; Mercado Secundário, onde os títulos adquiridos no mercado primários são renegociados, normalmente em Bolsas de Valores.

O mercado de capitais, basicamente, funciona com duas classes de agentes: as Unidades Econômicas Superavitárias (UES) e as Unidades Econômicas Deficitárias (UED). As primeiras são aquelas em que seus dispêndios são inferiores à suas receitas, e assim geram um excedente e que deverá ser acumulado de alguma forma, seja em moeda, em bens ou em títulos. As UES são, portanto, demandantes de ativos financeiros e ofertantes de poupança financeira. As segundas são entidades em que seus gastos superam suas receitas, e estes gastos

devem ser financiados de alguma forma, seja por empréstimos ou por emissão de títulos. Assim, as UED são ofertantes de ativos financeiros e demandantes de poupança financeira (CARVALHO, 2007).

FIGURA 1 – ESTRUTURA DO MERCADO DE CAPITAIS



Fonte: NETO (2007), pág. 47 (adaptado).

## 2.2 - DICOTOMIA MOEDA X TÍTULOS: A PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ

Keynes desenvolveu, na maior parte de sua Teoria Geral<sup>1</sup> (TG), um mundo dicotômico, onde existem somente duas classes de ativo: moeda e títulos. Assim, só resta uma alternativa a quem decide abrir mão da liquidez, que é o título remunerado por uma taxa de juros. Obviamente, analisando a taxa de juros, o agente decidirá reter uma dada quantidade de moeda (CARVALHO, 2007). A taxa de juros não pode ser entendida como uma recompensa pela renúncia ao consumo presente (ou seja,

<sup>1</sup> Trata-se da Obra clássica da Economia em geral, *The General Theory Of Employment, Interest and Money*, Londres, 1936.

uma recompensa pela poupança) porque se um indivíduo decide manter a sua poupança na forma de moeda (entesouramento) ele não estará obtendo nenhuma remuneração (explícita) pelo seu não-consumo. Sendo assim, a taxa de juros deve ser entendida como uma recompensa pela renúncia a liquidez.

A liquidez torna-se um atributo desejável pelos indivíduos, por que as pessoas podem estar dispostas a pagar (ou seja, renunciar a obtenção de uma remuneração explícita) para manter ativos líquidos no seu portfólio, onde a incerteza assume um papel fundamental na teoria de Keynes. A incerteza que circunda o processo de tomada de decisão faz com que os agentes econômicos tenham ciência do caráter limitado e incompleto do conjunto de informações que eles utilizam para a formação de expectativas. A Preferência pela Liquidez é uma decorrência direta desta forte incerteza.

### 2.3 – A TAXA DE JUROS E A OFERTA DE TÍTULOS

De acordo com FILHO (2000), a taxa de juros não é o preço do título, mas pode ser definida como sendo o preço dos recursos monetários no mercado financeiro. Quanto maior a oferta de títulos no mercado, maior tende a ser a taxa de juros, pois o aumento da oferta de títulos indica aumento da demanda por fundos emprestáveis. Ao supor uma oferta fixa de fundos emprestáveis, teremos uma elevação da taxa de juros. Ou seja, “a maior oferta de títulos tende a implicar que, dada sua demanda, o preço da transação do título diminua em relação a seu valor de face, isto é, a diferença entre o preço de face e o preço de transação eleva-se, de modo que o juro a ser pago pelos demandantes de recurso monetários eleva-se.” (FILHO, 2000).<sup>2</sup>

### 2.4 - MODELO BAUMOL-TOBIN: A DEMANDA TRANSACIONAL<sup>3</sup>

Este modelo baseia-se no conceito de que a retenção dos recursos em forma de moeda exige um custo operacional (gasto direto envolvido com a retirada

---

<sup>2</sup> Ocorre o inverso se a demanda por títulos se elevar, em relação aos fundos emprestáveis, de forma que a taxa de juros tende a baixar.

<sup>3</sup> Entende-se por demanda transacional a retenção de moeda para transações futuras. Keynes, ao contrário da abordagem Baumol-Tobin, afirmava que esta demanda dependia somente da renda.

do dinheiro de uma instituição) e um custo oportunidade (remuneração que seria obtida se o valor fosse aplicado em outro investimento). Encontramos a seguinte definição nas palavras de CARVALHO (2007):

A abordagem de Baumol-Tobin da demanda transacional procura mostrar que esta demanda é função não somente da renda, mas também da taxa de juros. O pressuposto básico é que o indivíduo, maximizador de uma função utilidade, durante um período de tempo, terá um desejo de aplicar parte de sua renda em títulos (que rendem juros), deixando apenas uma parcela sob a forma de moeda para fazer frente às necessidades imediatas de transação, já que ele pode vender títulos quando necessário para efetuar seus pagamentos correntes. No limite, o indivíduo poderia colocar toda sua riqueza em títulos e ir vendendo-os quando fosse necessário.

CARVALHO (2007) ainda complementa que segundo esta teoria, o indivíduo que pensa racionalmente se comportará de modo a manter estoques monetários mínimos, que possibilitem ao mesmo tempo o giro normal de suas transações e os ganhos resultantes de aplicações em títulos que rendam juros. Sendo assim, quanto maior a taxa de juros, menor a quantidade de moeda será retida pelo agente para fins transacionais, aumentando suas aplicações em títulos. Ou seja, a demanda transacional é sensível à taxa de juros, pois a elevação desta provoca redução na demanda de moeda para transações.

Esse modelo leva em conta a possibilidade de ganhos com juros sobre parcela do salário das pessoas que não será gasta imediatamente após o recebimento, desde que esses ganhos sejam maiores que os custos de transação.

## 2.5 - MECANISMO DE POUPANÇA-INVESTIMENTO

Schumpeter (1984), na Teoria de Desenvolvimento Econômico, considera o mercado monetário, no qual, para ele, o mercado de capitais (ações e de títulos de dívida) está contido, como “[...] o quartel general do sistema capitalista, do qual partem as ordens para suas divisões individuais, e o que ali é debatido é sempre em essência o estabelecimento de planos para o desenvolvimento posterior”. (SCHUMPETER, 1984, p. 86).

Segundo Schumpeter (1984), o mecanismo de poupança – investimento é ex-ante, ou seja, a poupança não limita o investimento. Este é determinado pela

existência de projetos rentáveis. O investimento ex-ante, propicia a geração de poupança ex-post, que permita os investimentos serem pagos. Dessa forma, o mercado monetário tem a função de permitir o investimento ex-ante.

### 3 – O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

Neste capítulo, será contextualizado o início da evolução do mercado de capitais nos anos 1990, e seu processo de desenvolvimento nos anos 2000 recorrente das ações iniciadas no período anterior. Mas inicialmente, segue um breve resumo dos períodos anteriores e a situação do mercado no período inicial do estudo.

#### 3.1 – PERÍODO ANTERIOR À DÉCADA DE 1980

Antes da década de 60, os brasileiros investiam principalmente em ativos reais (imóveis), evitando aplicações em títulos públicos ou privados. A chamada Lei da Usura, que limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros, restringia o desenvolvimento de um mercado de capitais ativo (CVM, 2008).

De acordo com relatório da CVM, quando o Governo que assumiu o poder em abril de 1964, iniciou-se uma modificação desta situação, dentre as quais figurava a reestruturação do mercado financeiro, quando diversas novas leis foram editadas, como, por exemplo, a Lei nº 4.537/64, que instituiu a correção monetária, através da criação das ORTN, a Lei nº 4.595/64, denominada lei da reforma bancária, que reformulou todo o sistema nacional de intermediação financeira e criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central e, principalmente, a Lei nº 4.728, de 14.04.65, primeira Lei de Mercado de Capitais, que disciplinou esse mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento. Também foram introduzidos alguns incentivos para a aplicação no mercado acionário, dentre os quais se destacam os Fundos 157, criados pelo Decreto Lei nº 157, de 10.02.1967. Os Fundos 157 eram uma opção dada aos contribuintes para utilizar parte do imposto devido quando da Declaração do Imposto de Renda, em aquisição de quotas de fundos de ações de companhias abertas administrados por instituições financeiras de livre escolha do aplicador. Com o grande volume de recursos levados para o mercado de acionário, principalmente em decorrência dos incentivos fiscais criados pelo Governo Federal, houve um rápido crescimento da demanda por ações pelos investidores sem que houvesse aumento simultâneo de novas emissões de ações pelas empresas. Isto desencadeou o boom da Bolsa do Rio de Janeiro quando, entre dezembro de 1970

e julho de 1971, houve uma forte onda especulativa e as cotações das ações não paravam de subir. Este movimento teve curta duração, mas suas conseqüências foram vários anos de mercado deprimido, pois algumas ofertas de ações de companhias extremamente frágeis e sem qualquer compromisso com seus acionistas, ocorridas no período, geraram grandes prejuízos e mancharam de forma surpreendentemente duradoura a reputação do mercado acionário.

Em 1976, foram introduzidas duas novas normas legais, na tentativa de recuperação do mercado acionário: a Lei nº 6.404/76, nova Lei das Sociedades Anônimas que visava modernizar as regras que regiam as sociedades anônimas, até então reguladas por um antigo Decreto-Lei de 1940; e a Lei nº 6.385/76, segunda Lei do Mercado de Capitais que, entre outras inovações, criou a CVM e introduziu no mercado uma instituição governamental destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as Bolsas de Valores e as companhias abertas.

### 3.2 – A DÉCADA DE 1980

Inicialmente a análise será realizada com os últimos anos da década de 1980, para entender melhor a situação do mercado no início da década de 1990. O ponto de partida será a nova Constituição Federal de 1988.

As Constituições anteriores limitavam-se a remeter as definições sobre Sistema Monetário, títulos, metais, política de crédito e de câmbio, Direito Financeiro, dentre outras matérias, para o âmbito da legislação infraconstitucional<sup>4</sup>; incluindo, no entanto, essas competências entre as que são de exclusiva atribuição da União.

Com a atual Carta Magna, que se inspirou na Constituição portuguesa de 1976, mas que também foi resultado da própria evolução ideológica e da tentativa de se adequar as normas financeiras à realidade brasileira então vigente, essa matéria ganhou status constitucional, já que ficou estabelecido, no seu título VII, capítulo IV, "Do Sistema Financeiro Nacional", artigo 192. Não há nenhuma disposição igual ou aproximada a do Art. 192 da Constituição de 1988 na Carta de 1967. Quanto aos incisos do artigo em questão, é relevante observar que os incisos I, II, IV, V e VIII

---

<sup>4</sup> Que está hierarquicamente abaixo da Constituição.

tratavam da autorização, do funcionamento e da organização de várias instituições do Sistema Financeiro Nacional, quer sejam públicas ou privadas, mas condicionada apenas a regulamentações por “Lei Complementar”.

O ponto importante desta nova constituição é o que diz respeito a investimentos estrangeiros. O artigo 172 dispõe que “a lei disciplinará, com base no interesse nacional, os investimentos de capital estrangeiro, incentivará os reinvestimentos e regulará as remessas de lucro.” O artigo 171 estabelecia a distinção entre empresa brasileira (aquela com sede e administração no país) e empresa de capital nacional (aquela com o controle efetivo pertencente a pessoa física ou jurídica domiciliada no país), concedendo benefícios a esta última, como por exemplo, conceder proteção ou benefícios temporários para realizar atividades consideradas estratégicas para o país. Este, talvez, fosse o maior empecilho da época para entrada de investimento estrangeiro direto no país.

Outro artigo de suma importância é o artigo 164, que implica no aumento da negociação de Títulos da Dívida Pública, cuja redação é:

Art. 164 - A competência da União para emitir moeda será exercida exclusivamente pelo Banco Central.

§ 1º - É vedado ao Banco Central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira.

§ 2º - O Banco Central poderá comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros.

Em relação a esta década, no que diz respeito ao mercado de capitais, fica destacado a regulamentação dos derivativos e dos clubes de investimentos, além da forte concorrência entre as duas maiores Bolsas brasileiras (BOVESPA e BVRJ) devido a flexibilização de diversas regras no mercado de opções, que levou ao surgimento de operações muito alavancadas, porém de alto risco.

Segundo ANDREZO & LIMA (2007), outro grande fato foi a utilização em massa do mecanismo de liquidação D + 0, onde os títulos eram transferidos do comprador para o vendedor no mesmo dia, o que possibilitava a revenda deste título antes que ocorresse a liquidação financeira. Os investidores que operavam na BOVESPA utilizaram esse mecanismo e montaram uma cadeia de operações arriscada e especulativa, proporcionando uma alavancagem excepcional, mas

também um crescimento artificial no mercado a vista. Esses investidores passaram a operar também na BVRJ, o que ocasionou em uma quebra generalizada de corretoras e investidores que não conseguiram cumprir com suas obrigações financeiras. O mercado perdeu credibilidade e as instituições financeiras contribuíram para evitar um colapso maior. A CVM, então, suspendeu o mercado de opções até outubro de 1990.

Em 1987 deu-se início a uma pequena abertura econômica do Brasil. A flexibilização gradual da legislação e o acordo da dívida externa, abriu caminho para o investidor estrangeiro, caracterizada pelas conversões de dívida externa como principal componente de investimento estrangeiro no país.

### 3.3 – A DÉCADA DE 1990

Este tópico divide-se exatamente do mesmo modo que esta década ficou dividida historicamente. Primeiramente, o período de 1990-1994, antes da implementação do Plano Real e, posteriormente o período entre 1994-1999, já com o Plano Real em funcionamento.

Para ANDREZO & LIMA (2007), o comportamento das bolsas de valores, nesse período, pode ser dividido em duas fases:

- Do Plano Cruzado ao Plano Collor: baixos volumes médios e emissões voltadas ao mercado doméstico.
- A Partir do Plano Real: crescentes volumes de ofertas e de negociações devidos ao aumento de grau de abertura ao investidor estrangeiro e privatização das grandes estatais.

#### 3.3.1 – O Período 1990-1994

No dia 15 de março de 1990, Fernando Collor assumiu a Presidência da República. Além de programar medidas para combater a inflação, o Governo Collor procurou modernizar o país, por meio da extinção de títulos ao portador, abertura da economia, liberação às importações, privatizações e ataque aos cartéis.

De princípio, podemos citar a Lei nº 8.021/90, que exterminou uma das situações mais criticadas do mercado de capitais até então: os títulos ao portador ou endossáveis. Ficou proibido qualquer pagamento ou resgate de títulos ou aplicações (além de seus rendimentos) a favorecido desconhecido, diminuindo a sonegação fiscal e operações fraudulentas.

No mesmo ano, houve a criação do Programa Nacional de Desestatização (PND) sob a lei nº 8.031/90, onde, segundo ANDREZZO & LIMA (2007), definiu-se que o Estado deveria focar as suas atividades primordiais, como saúde e educação, e reduzir seu papel como empresário, tornando-se regulador e fiscal das atividades econômicas. A oportunidade que a privatização dá ao mercado de capitais é a possibilidade de se instituir a cultura do mercado de capitais pulverizado, ou seja, aumentar o número de pessoas que possuem ações de empresas (estatais e privadas), em todos os segmentos da sociedade brasileira. Um dos objetivos do PND exemplifica claramente sua ação no mercado de capitais: "contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade de capital de empresas que interagem o Programa" (ANDREZZO, 2007).

Em 1991 a CVM regulamentou dois fundos para facilitar a participação em privatizações: primeiramente o "Fundo Mútuo de Privatização – Certificados de Privatização", título de emissão do Tesouro Nacional, que confere aos seus detentores o direito de utilizá-lo como pagamento de ações de empresas do setor público que viessem a ser desestatizadas; outro modelo veio a ser constituído, ainda sob a forma de condomínio fechado, constituindo uma união de recursos de pessoas, físicas ou jurídicas, residentes ou sediadas no exterior, bem como fundos ou outras entidades estrangeiras, sob a denominação de "Fundo de Privatização – Capital Estrangeiro" com o intuito de adquirir ou subscrever títulos ou ações de empresas do setor público que viessem a ser desestatizadas. Porém, a participação dos estrangeiros nestas operações de privatizações operadas até 1994 foi de apenas 5%.

Com o objetivo de proporcionar as Sociedades Anônimas mais uma forma de angariação de recursos, a Resolução do CMN nº 1.723/90 autorizou, somente por parte destas, a emissão de notas promissórias comerciais, considerando-as valores mobiliários. Conhecidas também por *commercial papers*, as notas promissórias

tiveram sua emissão para ofertas públicas normatizadas pela Instrução CVM nº 134/90, que determina que a emissão só poderia ser realizada por empresas abertas (S.A's) que estivessem devidamente registradas na CVM e com índice de endividamento<sup>5</sup> menor que 1,2, levando em conta os valores com as notas promissórias a serem emitidas.

Como mostra o quadro a seguir, verificamos que se inicia com o ano de 1998 e desencadeia-se até 2004 uma queda nas emissões destes títulos, ocorrendo uma leve recuperação após este período, mas ainda sem alcançar os elevados índices de 1999, onde se obteve o pico de 25% do volume total de ofertas registradas na CVM.

TABELA 1 – QUANTIDADE DE NOTAS PROMISSÓRIAS REGISTRADAS NA CVM

Ano	Número de Registros	% em relação ao total de Registros	Valores em R\$ Milhões
1998	68	19%	12.903,50
1999	67	25%	8.044,00
2000	44	17%	7.590,70
2001	32	13%	5.266,20
2002	20	9%	3.875,90
2003	12	5%	2.127,80
2004	5	1%	2.241,30
2005	9	3%	2.631,50
2006	17	4%	5.278,50
2007	20	4%	9.725,50
2008 até (30/08)	24	9%	15.840,00

Fonte: <www.cvm.gov.br> acessado em 30 agosto 2008.

A Secretaria do Planejamento e a CVM em conjunto, divulgaram, em Janeiro de 1991, o Plano Diretor do Mercado de Capitais, com o objetivo de promover e flexibilizar o mercado. As principais diretrizes, das cinquenta apresentadas, foram: incentivo a participação dos funcionários no lucro da empresa, visando constituir uma poupança interna individual; aumento da participação de sócios na gestão da empresa, através da emissão de ações ordinárias; aumento da transparência das empresas como forma de valorizar as ações desta; aperfeiçoamento do sistema de intermediação, agilidade e redução de custos.

<sup>5</sup> Passivo Circulante mais Passivo Exigível ao longo prazo dividido pelo Patrimônio Líquido.

Pode-se dizer que até 1994, a profunda indexação existente levava os investidores a preferir aplicações de renda fixa com curto prazo. As Bolsas de Valores permaneceram em baixa até 1992, quando diversos investidores estrangeiros ingressaram no mercado brasileiro interessados nos preços baixos das ações e nas empresas que seriam privatizadas (além da participação ativa da BNDESPar<sup>6</sup> como compradora de ações e debêntures, suprimindo a lacuna deixada por investidores privados).

Este ingresso de Investimentos Estrangeiros foi permitido e facilitado pelo Anexo IV (Resolução CVM nº 1.832/91), Anexo V (Resolução CVM nº 1.927/92) e Anexo VI (Resolução CVM nº 2028/93 e Circular BACEN nº 2388/93).

O Anexo IV permitiu aos investidores institucionais externos operar nas bolsas brasileiras de acordo com regras bastante flexíveis, aumentando consideravelmente o volume de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro. Por sua facilidade de adesão junto à CVM e versatilidade da composição da carteira, este se tornou um dos instrumentos mais utilizados pelos investidores estrangeiros na década de 1990.

TABELA 2 – VOLUME DE RECURSOS ESTRANGEIROS NO BRASIL COM A UTILIZAÇÃO DO ANEXO IV (US\$ MILHÕES)

Período	Ingresso	Retorno	Saldo
1991	482,40	96,10	386,30
1992	2.966,82	1.652,44	1.314,38
1993	14.614,09	9.136,46	5.477,63
1994	20.532,41	16.778,24	3.754,17
1995	22.026,62	21.498,34	528,28

Fonte: ANDREZZO (2007)

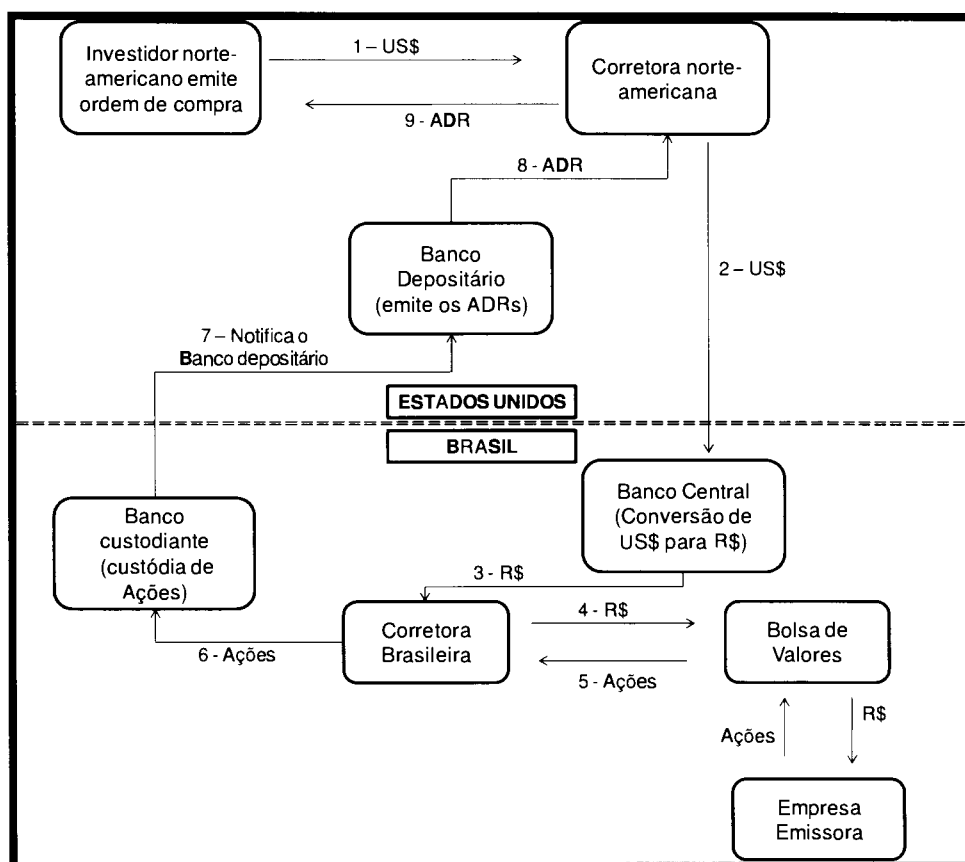
De acordo com ANDREZZO (2007), o Anexo V – *Depositary Receipts* permite ao investidor não-residente negociar, no exterior, certificados representativos de ações de emissão de empresas brasileiras. Segundo o conceito

<sup>6</sup> BNDES Participações, criada, com o objetivo de possibilitar a subscrição de valores mobiliários no mercado de capitais brasileiro e administrar as participações do banco em diversas empresas.

previsto em sua resolução, *depository receipts* (DR's) são “certificados representativos de direitos de ações ou outros valores mobiliários que representem direitos a ações, emitidos no exterior por instituição depositária em custódia específica no Brasil”. Basicamente os DR's são emitidos por um banco no exterior e representam valores mobiliários de uma empresa com sede em um país diferente daquele país onde os DR's são negociados.

Assim, algumas empresas brasileiras começam a acessar o mercado externo através da listagem de suas ações em bolsas de valores estrangeiras, principalmente a New York Stock Exchange, sob a forma de ADR's (*American Depository Receipts*)<sup>7</sup> com o objetivo de se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no exterior.

FIGURA 2 – FLUXOGRAMA DE EMISSÃO DE ADR



Fonte: PINHEIRO (2002), pág 47.

<sup>7</sup> São DR's emitidos por bancos americanos. No Brasil, os DR's emitidos ganham a denominação BDR. Atribui-se esta letra inicial aos DR's para identificar-se o mercado em que são negociados.

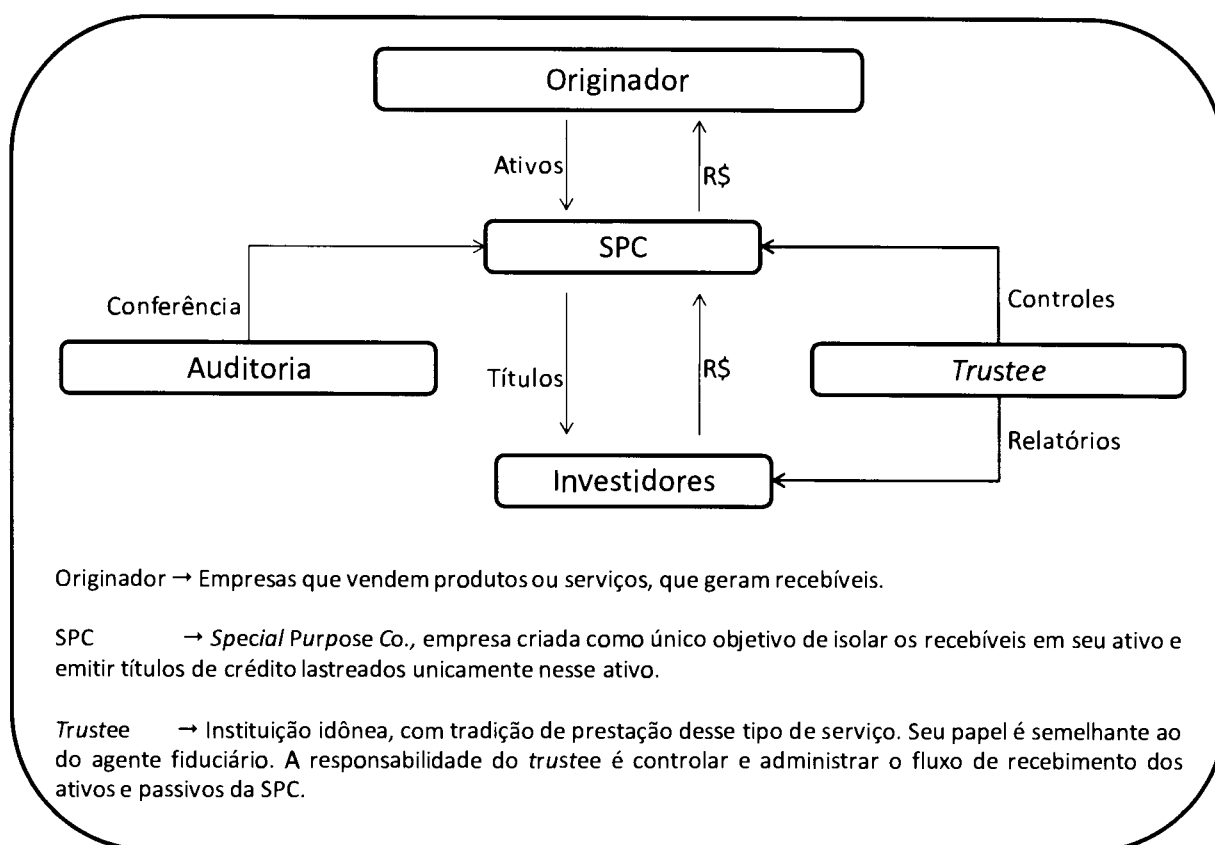
Ao listar suas ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela SEC (*Securities and Exchange Commission*), órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, os chamados "princípios de governança corporativa".

A partir daí, as empresas brasileiras começam a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas que as aplicadas no mercado brasileiro. Ao número crescente de investidores estrangeiros soma-se uma maior participação de investidores institucionais brasileiros de grande porte e mais conscientes de seus direitos.

Já o Anexo VI diz respeito à possibilidade do investidor estrangeiro a aplicação, por meio de fundo, em títulos do Tesouro Nacional ou do BACEN e ativos financeiros de renda fixa.

Em 1991, com a Resolução CMN nº 1834/91, surgiram as primeiras regras sobre securitização. A securitização é uma operação financeira onde a companhia emite, por sociedade de propósito específico (*special purpose company* – SPC), títulos com lastro em recebíveis adquiridos da empresa originadora. Inicialmente no Brasil, este sistema foi implantado para possibilitar a captação de recursos no exterior com base em exportações a receber da própria tomadora, de sua controlada, suas controladas, ou de outras empresas que tenham a mesma controladora. Somente em 1993, a Resolução CMN nº 2026 dispôs sobre a securitização de recebíveis comerciais e de serviços (ANDREZO & LIMA, 2007).

FIGURA 3 – FLUXO DE UMA OPERAÇÃO DE SECURITIZAÇÃO



Fonte: PINHEIRO (2002), pág. 50.

### 3.3.2 – O Período 1994-1999

Em 1994, com a implantação do Plano Real, houve destaque também a relação do acesso dos investidores estrangeiros ao mercado financeiro brasileiro, com mudanças importantes facilitando o ingresso de capitais para investimentos de portfólio na Bolsa de Valores. Em relação aos Investimentos Diretos Estrangeiros (IDE), novas e lucrativas oportunidades foram abertas com a privatização dos setores de infra-estrutura, onde pouca ou nenhuma restrição foi imposta a estes investimentos.

Uma análise das duas principais modalidades de ingresso destes capitais permite compreender melhor os riscos dessa estratégia liberalizante do Plano Real. A primeira é representada pelo lançamento de títulos de captação externa feita por grandes empresas não financeiras ligadas à exportação, que, em geral, também

geram receitas em divisas e pelo setor bancário que captou recursos para repassar a empresas ou para a compra de títulos públicos.

A segunda se deu sob a forma de investimentos de portfólio em ações na Bolsa de Valores, atraídos pelo baixo preço das ações das empresas brasileiras, especialmente as ações de primeira linha das estatais em processo de privatização. Para tanto, houve flexibilização das regras de aplicação de capital estrangeiro. Com isso, o investimento estrangeiro de portfólio na Bolsa de Valores aumentou de 6%, em 1991, para 29%, em 1995 (BOVESPA, 2008). De modo geral, esses investimentos estrangeiros tiveram algum efeito positivo sobre o mercado secundário de ações, mas não chegaram a estimular o lançamento de ações primárias, deixando, assim, de financiar a produção e de contribuir para gerar as necessárias divisas para pagar os compromissos externos do País.

Em 1996 a Resolução CMN nº 2.318/96 criou um mecanismo semelhante ao do *Depositary Receipt*, destinado à negociação no mercado brasileiro de ações de empresas estrangeiras, os Certificados de Depósito de Valores Mobiliários (*Brazilian Depositary Receipts* – BDRs). Há duas categorias de BDRs: os patrocinados – que podem pertencer ao nível, II ou III, de acordo com as modalidades de negociação – e os não patrocinados, sendo que nesta última categoria existe apenas o nível I. Independentemente da categoria, todos os BDRs deverão ser registrados na CVM (ANDREZO & LIMA, 2007).

Os BDRs patrocinados possuem como principal característica a existência de um contato formal entre a empresa emissora dos valores mobiliários – objeto do programa de BDRs – e a instituição depositária (emissora dos BDRs). Esse contrato estabelece quais são as responsabilidades e obrigações das partes, podendo ser de três níveis: o BDR Nível I, negociados em mercados de balcão não organizados sem necessidade de registro da companhia na CVM, de aquisição exclusiva por instituições financeiras, fundos de investimentos, administradores de carteiras e consultores registrados na CVM, ou por empregados da empresa emissora; o BDR Nível II, negociação em mercados secundários, negociados em mercados de balcões organizados ou em bolsas de valores, com obrigatoriedade de registro na CVM; BDR Nível III, com distribuição pública no mercado primário, admitindo negociação em mercados de balcões organizados ou em bolsas de valores, com obrigatoriedade de registro na CVM

Os BDRs não patrocinados caracterizam-se pela não existência de um contrato formal entre a companhia emissora dos valores mobiliários e uma instituição depositária.

Além das vantagens aos investidores brasileiros, os BDRs contribuem para a elevação da liquidez no mercado nacional de valores mobiliários e possibilitam às instituições intermediárias nacionais a abertura de um novo segmento de mercado, ampliando a gama de opções para seus clientes nacionais e estrangeiros.

Segundo ANDREZZO (2007), o maior programa de BDRs até o momento é o da Telefônica, instituído no nível III, em Junho de 2000, quando foram emitidos BDRs em troca de ações da Telesp S.A. e da Tele Sudeste Celular S.A. Além desse, há outros oito programas de BDRs:

TABELA 3 – PROGRAMAS BDR'S LISTADOS NA BOVESPA EM 2008

Razão Social	Nome de Pregão
AGRENCO LTD.	AGRENCO
BCO PATAGONIA S.A.	PATAGONIA
COSAN LIMITED	COSAN LTD
DUFRY SOUTH AMERICA LTD.	DUFRYBRAS
GP INVESTMENTS, LTD.	GP INVEST
LAEP INVESTMENTS LTD.	LAEP
TARPON INVESTMENT GROUP LTD.	TARPON
TELEFONICA S.A.	TELEFONICA
WILSON SONS LTD.	WILSON SONS

Fonte: BOVESPA <www.bovespa.com.br> Acesso em 31 Ago 2008

Chega-se ao ponto mais importante deste período, no ano de 1997, onde a Lei do Mercado de Valores Mobiliários e a Lei das Sociedades por Ações sofreram importantes alterações.

A Lei nº 9447/97 organizou as competências da CVM e do BACEN em relação às instituições financeiras. A CVM deixou de ter autoridade sobre normatizar as emissões de relatórios contábeis e demonstrações financeiras, que ficou a cargo do BACEN. Somente em 2001, pelo decreto 3995/01, redefiniu que as instituições deveriam consultar primeiro as normas do BACEN e depois as Normas da CVM e

aplicarem as regulamentações deste, desde que não fossem conflitantes com as normas do BACEN (ANDREZO & LIMA, 2007).

Em seguida a Lei nº 9457/97 modificou a Lei do Mercado de Valores Mobiliários, com o objetivo de restabelecer a confiabilidade do mercado de capitais, dificultando e punindo ações ilícitas. A CVM passou a: expedir normas sobre a realização de reuniões anuais de acionistas das S.A.'s para divulgações de resultados da empresa; ter competência para administrar processo administrativo para apurar operações ilegais de membros do Conselho Fiscal, podendo suspender o processo se o acusado assinar um termo de compromisso, obrigando-se a interromper as atividades consideradas ilegais; aplicar multas e advertências, podendo suspender por até 20 anos do cargo de administrador ou Conselheiro Fiscal e proibir por até 10 anos a atuação direta ou indireta em modalidades de operação no mercado de capitais. O mercado de Balcão Organizado passa a inteirar o sistema de distribuição de valores mobiliários com a mesma competência das Bolsas de Valores. Verifica-se que esta lei serviu para confirmar o papel da CVM como agente fiscalizador.

A Lei das Sociedades por Ações sofreu alterações pela Lei nº 9457/97, com o objetivo de facilitar processos de reestruturação e privatização de empresas. Seguem alguns tópicos que sofreram importantes alterações conforme ANDREZO & LIMA (2007):

- O direito de retirada dos acionistas dissidentes fica excluído nos casos de cisão;
- Foi revogada expressamente a Lei 7598/89 (Lei Lobão) <sup>8</sup>;
- No caso de fusão, cisão ou incorporação, as sociedades sucedentes devem ter capital aberto, caso contrário o acionista tem direito de retirar-se da sociedade;
- Possibilidade da cisão não proporcional (atribuição de ações com parcelas de patrimônio da companhia cindida, em substituição às extintas, sem guardar proporção com as ações anteriores);

---

<sup>8</sup> Lei 7958/89 - extingue o direito de o acionista dissidente retirar-se da companhia, na hipótese de ser aprovada a incorporação, fusão e cisão da empresa ou a participação em grupo da sociedade.

- A alienação do controle de S.A's não depende mais da autorização da CVM e deixa de ser exigido o *tag along*<sup>9</sup>;
- Consolidou as vantagens das ações preferenciais (prioridade nas distribuições de dividendos, prioridade no reembolso do capital) além de conferir aos seus titulares dividendos, no mínimo, 10% maiores que os das ações ordinárias;
- O aumento de capital a partir de subscrição de ações deve explicar qual o critério adotado para preço de emissão (valor do patrimônio líquido da ação, perspectiva de rentabilidade da empresa ou cotação de ações na bolsa, isolados ou em conjunto);
- O *quorum* qualificado, antes exigido para o caso de alteração de dividendos obrigatórios, passou a ser obrigatório somente no caso de redução deste;
- Nos casos de criação de ações preferenciais ou de classes diferentes e alterações nas preferências, os titulares das ações preferenciais prejudicadas têm o prazo de um ano para aprovar ou ratificar estas alterações (anteriormente não havia prazo para a realização desta assembléia);
- A assembléia geral passou a poder ser convocada também por: acionistas que representem 5% do capital social da companhia (e não somente por 5% do capital votante como anteriormente), bem como por acionistas que representem 5%, no mínimo, do capital votante ou 5% dos acionistas sem direito a voto, desde que os administradores não atendam, no prazo de oito dias, ao pedido de convocação para instalação de conselho fiscal;
- Qualquer um dos membros do conselho fiscal pode solicitar aos auditores independentes da empresa esclarecimentos ou informações e apuração de fatos específicos;

Além disto, a CVM permitiu que as publicações obrigatórias das empresas fossem também divulgadas por outro meio que garantisse a divulgação e acesso às informações, e no caso de empresas com menos de 20 acionistas, independente

---

<sup>9</sup> O *tag along* é o direito de os acionistas não controladores de uma companhia receberem uma oferta pública de aquisição de ações, caso haja transferência de controle.

do valor do patrimônio líquido, passaram a poder convocar assembleia geral por comunicados entregues diretamente aos acionistas e deixar de publicar os relatórios com a premissa de protocolá-los no Registro de Comércio.

Estas alterações promovidas pela Lei nº 9457/97 provocaram diversas controvérsias neste período, pois elas restringiram bastante os direitos dos acionistas minoritários, tanto que em 2001 houve nova reformulação, como veremos mais adiante.

### 3.3.3 – Considerações Anos 1990

O fim da inflação levou à diversificação dos fundos de investimentos, pois os investidores puderam superar o medo da desvalorização do dinheiro no curto prazo. O aumento do ingresso de recursos estrangeiros no país ocorreu basicamente em razão da criação de novos mecanismos mais flexíveis de investimento, como a legislação dos Anexos IV e V, bem como das privatizações realizadas e das perspectivas de crescimento econômico. Apesar deste aumento, a situação do mercado de capitais era crítica no final dos anos 1990. O número de companhias abertas e o volume de negociações diminuía a cada ano, em parte basicamente pela incidência da CPMF nas operações e pelo elevado custo da abertura de capitais das empresas, além do baixo nível de Governança Corporativa no mercado, resultante principalmente da reforma societária de 1997.

TABELA 4 – INGRESSO DE INVESTIMENTOS EXTERNOS NO BRASIL – US\$ MILHÕES

Ano	Investimento Externo Líquido (US\$ milhões)	Variação (%)
1980	1.532,00	0,00
1981	2.325,70	0,52
1982	2.546,90	0,10
1983	1.359,00	(0,47)
1984	1.548,70	0,14
1985	1.262,80	(0,18)
1986	185,60	(0,85)
1987	1.147,90	5,18
1988	2.983,50	1,60
1989	656,00	(0,78)
1990	273,40	(0,58)
1991	534,90	0,96
1992	3.146,70	4,88
1993	6.269,90	0,99
1994	8.214,40	0,31
1995	5.046,90	(0,39)
1996	20.814,90	3,12
1997	23.230,80	0,12
1999	30.034,00	0,29
2000	29.298,50	(0,02)

Fonte: ANDREZO, 2007.

TABELA 5 – COMPANHIAS LISTADAS NA BOVESPA

Ano	Nº Empresas	Variação
2000	495	(7,3)
1999	534	(10,9)
1998	599	0,7
1997	595	1,0
1996	589	2,1
1995	577	(0,9)
1994	582	0,0

Fonte: BOVESPA <www.bovespa.com.br> Acesso em: 05 SET 2008.

### 3.4 – OS ANOS 2000

Como já mencionado anteriormente, a situação do mercado de capitais era crítica no início desta década, onde o número de companhias abertas e o volume de

negociações diminuía a cada ano. De acordo com ANDREZO & LIMA (2007), as principais causas eram:

- Permanente política de elevadas taxas de juros, desestimulando aplicações em ações, pois estas apresentavam maior risco;
- Incidência da CPMF nas operações em bolsa, elevando significativamente o custo da operação no Brasil;
- Diversas operações de fechamento de capital de companhias, que não pretendiam mais captar recursos no mercado de capitais brasileiro;
- Queda no volume de negociações realizadas por investidores não-residentes em virtude do desaquecimento da economia mundial e da migração para aplicações de menores riscos (*flight to quality*);
- Baixo nível de Governança Corporativa, principalmente após a reforma de 1997;
- Fenômeno da Globalização e conseqüente competição entre Bolsas de Valores em todo o Mundo.

Mudar este quadro foi trabalho constante do Governo durante os anos 2000. Algumas alterações foram cruciais para o andamento do Mercado de Capitais do Brasil neste período, como a eliminação da CPMF das operações, a liberação do uso do FGTS para compra de ações, a nova reforma da Lei do Mercado de Capitais e Lei das Sociedades por Ações, além da melhoria da Governança Corporativa, como será apresentado a seguir.

#### 3.4.1 – Unificação das Bolsas de Valores do Brasil

O primeiro fato que podemos destacar deste período foi a recomposição do mercado de capitais. Segundo PINHEIRO (2002), em 1999 o mercado de capitais brasileiros era composto por nove bolsas de valores:

- Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA);
- Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ);

- Bolsa de Valores do Extremo Sul (BVES);
- Bolsa de Valores Bahia – Sergipe – Alagoas (BVBSA);
- Bolsa de Valores do Paraná (BVPR);
- Bolsa de Valores Pernambuco – Paraíba (BVPP);
- Bolsa de Valores Minas-Gerais – Espírito Santo – Brasília (Bovmesb);
- Bolsa de Valores Regional (BVRg); e
- Bolsa de Valores de Santos (BVSt).

Durante as décadas de 1970 e 1980, a BVRJ e a BOVESPA rumavam para a concentração quase que total das negociações, conforme tabela a seguir:

TABELA 6 – PARTICIPAÇÃO DA BOVESPA EM RELAÇÃO ÀS NEGOCIAÇÕES BRASILEIRAS EM BOLSAS

Ano	Participação no Volume Negociado em Bolsas no Brasil
1992	70%
1993	90%
1994	85%
1995	90%
1996	87%
1997	93%
1998	95%
1999	95%

Fonte: ANDREZO, 2007.

Em 1999, a BOVESPA possuía 94,8% do total de negociação do país, seguida pela BVRJ com 5%, deixando pífios 0,2% para as outras sete Bolsas. Não havia mais motivo para as nove Bolsas permanecerem em funcionamento isolado. Em 28 de Janeiro de 2000, o Convênio de Integração e Parcerias é firmado entre as bolsas brasileiras, pelo qual a BOVESPA passa a ser a única bolsa brasileira a negociar ações. A partir desse convênio, as demais instituições passaram a atuar como bolsas de fomento, desenvolvendo atividades que visam promover e popularizar o mercado de capitais, exceto a BVRJ, que passou a negociar somente Títulos Públicos. Este acordo foi realizado com o intuito de elevar os ganhos de escala do mercado secundário, permitindo volume e velocidade nas transações em

níveis nacionais, viabilizando maior eficiência e menores custos dos serviços das corretoras de valores. Em agosto de 2001 foi realizada a fusão operacional das bolsas de valores. Ou seja, as operações diárias que eram realizadas nos pregões de bolsas regionais passaram a ser feitas pelas sociedades corretoras membros dessas (que passaram, também, a serem membros da BOVESPA), através do Mega Bolsa (sistema eletrônico de negociação). As corretoras podem ter, também, um operador no pregão da bolsa paulista. O mesmo ocorreu com a liquidação financeira das operações que foram centralizadas em uma custódia nacional, na Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLIC). Essa reestruturação teve por objetivo fortalecer a liquidez e aumentar a competitividade do mercado acionário nacional no mercado internacional, bem como a redução dos custos de negociação no caso das outras bolsas regionais.

#### 3.4.2 – Reforma da Lei do Mercado de Valores Mobiliários e da Lei das Sociedades por Ações.

A Reforma da Lei das S.A., através da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, teve como objetivo principal fortalecer o mercado de capitais no Brasil, conferindo-lhe mais transparência e credibilidade. Um mercado acionário nesses moldes, verdadeiramente democratizado e desenvolvendo toda sua potencialidade de alavancagem econômica, depende de que os investidores, especialmente os pequenos e médios, sintam-se protegidos e vejam seus interesses defendidos. Quanto maior o equilíbrio entre acionistas de uma companhia, mais ela vale.

A Reforma também trouxe através da Medida Provisória nº 8 e do Decreto 3995, ambos de 31 de outubro de 2001, diversas modificações na Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei 6.385/76), particularmente quanto à estrutura da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), visando conferir ao órgão regulador maior autonomia para exercer seu poder de policiamento do mercado de capitais. Com suas novas atribuições, a CVM teve uma ampliação substancial de seus poderes na regulação e fiscalização do mercado financeiro, assumindo funções antes reservadas ao Banco Central.

O objetivo inicial da reforma de 2001 era promover o desenvolvimento do mercado de capitais para financiar as empresas e impulsionar o crescimento

econômico, fortalecendo a CVM e adotar práticas mais avançadas de Governança Corporativa, valorizando os acionistas minoritários, que foram minimizados na reforma de 1997.

Entre as principais inovações da reforma, ANDREZO & LIMA (2007) destaca:

- A proporção entre ações ordinárias e preferenciais passa a ser de 50% para as companhias constituídas a partir da nova lei.
- Modificação das vantagens atribuídas às ações preferenciais, visando a fazer das mesmas um produto mais atraente para o investidor.
- Retorno do direito de recesso em determinadas hipóteses de cisão de companhia.
- Os ordinaristas que representem no mínimo 15% do capital votante da companhia aberta e os preferencialistas que representem no mínimo 10% do capital total terão direito, cada qual, a eleger e a poder destituir, por votação em separado, um membro do Conselho de Administração, desde que comprovem titularidade ininterrupta por três meses de sua participação acionária (somente a partir de 2006).
- Explicitação das regras de atuação do conselheiro fiscal, que pode ser individual e a quem serão estendidos os mesmos deveres reservados aos conselheiros de administração.
- Melhoria no processo de divulgação de informações para assembléias, bem como alargamento de seu prazo de convocação.
- Oferta pública de aquisição obrigatória, por parte do adquirente do controle do capital de companhia aberta, das demais ações ordinárias por preço equivalente a no mínimo 80% do preço pago por cada ação do bloco de controle; ou opção, oferecida pelo adquirente do controle aos minoritários, de permanecer na companhia, mediante pagamento de prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e aquele pago por ação integrante do bloco de controle, hipótese denominada de *tag along*.

- O fechamento de capital da companhia deverá ser feito mediante oferta pública formulada pelo controlador ou pela própria companhia com vistas a adquirir a totalidade das ações em circulação. O preço da oferta deverá tomar como base um ou mais dos seguintes critérios: (i) patrimônio líquido contábil; (ii) patrimônio líquido avaliado a preços de mercado; (iii) fluxo de caixa descontado; (iv) comparação por múltiplos; (v) cotação das ações no mercado; ou (vi) outro critério aceito pela CVM.
- Possibilidade dos estatutos sociais indicarem arbitragem como forma de solução dos conflitos entre a companhia e seus acionistas ou entre minoritários e controlador.

Além disso, ANDREZO & LIMA (2007) alerta que o conceito de valores mobiliários foi modificado a partir da Lei nº 10.303/01, passando a incluir ações, debêntures, cupons/direitos/recibos de subscrição, certificados de depósitos de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundo de investimento em valores mobiliários, cotas de clubes de investimento em qualquer ativo, notas comerciais, contratos futuros de opções e outros derivativos de qualquer que seja o ativo subjacente, qualquer outro título ou contrato de investimento que gerem direito de participação ou remuneração quando ofertados publicamente.

A CVM passou a ter competências sobre a organização, funcionamento e operações com o mercado de derivativos, com a bolsa de mercadorias e futuros, e do mercado de fundos de investimento, que antes eram submetidos ao BACEN. A reforma, portanto, ampliou as competências da CVM e proveu-a de melhores condições de regulação e fiscalização do mercado de capitais. Ela tornou-se, portanto, uma agência reguladora independente.

A maior parte das empresas que vieram a mercado a partir de 2004, ano que marcou a retomada das emissões de valores mobiliários, não se limitou às novas disposições trazidas pela reforma. Com efeito, grande parte dessas empresas terminou por consagrar em seus estatutos, voluntariamente, dispositivos ainda mais benéficos, sob o ponto de vista dos acionistas minoritários, do que aqueles introduzidos pela reforma de 2001. Assim, por exemplo, a quase totalidade das novas companhias tem seu capital composto exclusivamente por ações ordinárias e, quando existem ações preferenciais, estas freqüentemente dispõem de vantagens

financeiras superiores às exigidas pela legislação, além do direito de voto em certas operações fundamentais, como é o caso das re-estruturações societárias. Da mesma forma, é cada vez mais comum que os estatutos aumentem para 100% o direito ao *tag along* conferido aos acionistas ordinários e, em alguns casos, também aos preferencialistas.

### 3.4.3 – Investimentos Estrangeiros

A resolução do CMN nº 2689/00 facilitou ainda mais o acesso do investidor estrangeiro ao mercado de capitais brasileiro. Os recursos ingressados no país podiam ser aplicados nos mesmos instrumentos e modalidades operacionais dos mercados financeiros e de capitais disponíveis ao investidor residente, vedado utilização dos recursos em aquisições ou alienações fora das bolsas de valores, de sistemas eletrônicos, ou de mercado organizado por entidade autorizada pela CVM, exceto nas hipóteses de subscrição, bonificação, conversão de debêntures em ações, etc. Estes recursos devem ser registrados junto ao BACEN. As regras antes destinadas exclusivamente a investidores estrangeiros foram extintas, permanecendo somente o Anexo V (ANDREZO & LIMA, 2007).

TABELA 7 – PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES NA BOVESPA

Ano	Pes. Físicas	Institucionais	Estrangeiro	Empresas	Inst. Financ.	Outros
2008*	25,50%	28,10%	35,20%	2,70%	8,50%	0,10%
2007	23,00%	29,80%	34,50%	2,20%	10,40%	0,20%
2006	24,60%	27,20%	35,50%	2,20%	10,40%	0,10%
2005	25,40%	27,50%	32,80%	2,30%	11,70%	0,30%
2004	27,50%	28,10%	27,30%	3,00%	13,80%	0,40%
2003	26,20%	27,60%	24,10%	3,70%	18,00%	0,40%
2002	21,90%	16,50%	26,00%	3,30%	32,10%	0,20%
2001	21,70%	16,00%	25,10%	3,00%	34,00%	0,20%
2000	20,20%	15,80%	22,00%	4,20%	36,70%	1,10%
1999	15,90%	15,60%	22,30%	6,10%	39,10%	1,00%
1998	12,30%	17,60%	25,10%	7,20%	37,00%	0,70%
1997	10,40%	19,00%	25,90%	4,30%	40,10%	0,40%
1996	9,90%	13,00%	28,60%	3,20%	45,10%	0,20%
1995	11,30%	15,80%	26,40%	5,00%	41,30%	0,20%
1994	9,70%	16,40%	21,40%	6,90%	45,50%	0,20%

(\*) até dia 02/set

FONTE: BOVESPA <[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)> Acesso em 06 Set 2008

TABELA 8 – MOVIMENTAÇÃO DOS INVESTIDORES ESTRANGEIROS ANUAL (R\$ MILHÕES)

Período	Compras	Vendas	C - V (Saldo)
2008*	338.997,60	355.625,80	(16.628,20)
2007	410.993,70	415.229,30	(4.235,60)
2006	212.787,70	211.035,40	1.752,30
2005	133.863,90	128.003,10	5.860,80
2004	83.288,00	81.484,50	1.803,50
2003	52.849,50	45.354,50	7.495,00
2002	34.856,40	36.299,60	(1.443,20)
2001	38.216,10	37.400,40	815,70
2000	39.547,60	41.772,60	(2.225,00)
1999	35.320,30	33.088,60	2.231,70
1998	39.362,20	41.983,50	(2.621,30)
1997	53.655,60	53.132,70	522,90
1996	30.201,80	26.821,90	3.379,90
1995	17.043,50	16.530,90	512,60
1994	12.678,80	13.211,30	(532,50)

(\*) até dia 02/set

Fonte: BOVESPA <www.bovespa.com.br> Acesso em 06 Set 2008

### 3.4.5 – Novo Mercado e Bovespa Mais

Em 2000, a BOVESPA cria o Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, como um segmento especial de listagem de ações de companhias que se comprometam voluntariamente a adotar as boas práticas de governança corporativa. De acordo com NETO (2003), a valorização e a liquidez das ações negociadas no mercado seriam influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos adicionais concedidos aos acionistas poderiam oferecer e pela qualidade das informações prestadas ao mercado pelas empresas.

De acordo com a BOVESPA (2008) a principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias. Porém, esta não é a única. Por exemplo, a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações adicionais:

- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*).
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado.

- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.

- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.

- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.

- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.

- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.

- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Quanto aos níveis de Governança Cooperativas, a BOVESPA (2008) afirma que as Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Por exemplo, a companhia aberta listada no Nível 1 tem como obrigações adicionais à legislação:

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e

características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.

- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.
- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

Quanto ao Nível 2 de Governança, a BOVESPA (2008) exige que as Companhias Nível 2 se comprometam a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. Por exemplo, a companhia aberta listada no Nível 2 tem como obrigações adicionais à legislação:

- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da

companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral.

- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*).
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

No ano de 2006 o mercado de capitais brasileiro ganhou mais um estímulo para crescer em número de empresas, de investidores e principalmente em governança corporativa. Em março daquele ano, a regulamentação do Bovespa Mais (BM) foi finalizada, mas somente em fevereiro de 2008, a primeira empresa, a Nutriplant, abriu capital e realizou sua oferta de ações primária. Os papéis listados no Bovespa Mais têm ações negociadas no sistema eletrônico Mega Bolsa por meio de leilões, e podem se considerar pertencentes a um novo nível de governança corporativa da Bovespa, um patamar de acesso, anterior aos níveis 1 e 2 e do Novo Mercado. O Bovespa Mais cria um modelo de negociação de ações que supera a falta de liquidez nos negócios. O segmento é voltado a empresas que só teriam condições de fazer ofertas de ações consideradas pequenas, ou seja, inferiores a R\$ 300 milhões, e que, portanto, não conseguiriam abrir capital pela insuficiência de recursos.

Abaixo, segue Tabela com resumo das semelhanças e diferenças entre o Novo Mercado e o Bovespa Mais.

TABELA 9 – COMPARATIVO DE SEGMENTOS DA BOVESPA

	BOVESPA MAIS	NOVO MERCADO	NÍVEL 1	NÍVEL 2	TRADICIONAL
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o sétimo ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: BOVESPA <[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)> acesso em 06 Set 2008.

### 3.4.6 – Fusão BM&F e BOVESPA: A Nova Bolsa

A união da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) com a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), anunciada no final de março, colocou o Brasil na briga dos grandes centros financeiros globais. A Nova Bolsa deu origem a terceira maior bolsa do mundo, com valor de mercado de 20 bilhões de dólares, atrás somente da Bolsa Mercantil de Chicago (conhecida pela sigla em inglês CME) e da bolsa alemã. Separadas, a Bovespa e a BM&F corriam o sério perigo de cair na irrelevância em uma época em que tamanho e “robustez” são cada vez mais uma questão de vida ou morte no mundo financeiro globalizado. Com a união, o plano agora é fazer da bolsa brasileira o pólo financeiro da América Latina, o que inclui, num primeiro momento, acordos e, mais tarde, a aquisição de bolsas sul-americanas. Entusiasmadas com a liquidez do mercado nos últimos anos, algumas das maiores bolsas do mundo, como a de Chicago e a de Londres, abriram o capital e deram início a um processo de consolidação nunca antes visto. Os executivos da BM&F achavam que a bolsa de futuros valia mais que a bolsa de valores. E, como

era de se esperar, os executivos da Bovespa defendiam justamente o contrário. O mercado determinou que a Bovespa valia mais, e a BM&F se comprometeu a pagar 1,2 bilhão de reais aos acionistas da bolsa de valores (EXAME, 2008).

TABELA 10 – RANKING DAS BOLSAS DE VALORES NO MUNDO – EM VALOR DE MERCADO

Bolsa	Valor de Mercado (em bilhões de dólares)
1 - CME+Nymex (Estados Unidos)	36
2 - Deutsche Börse (Alemanha)	32
3 - Nova Bolsa (Brasil)	<b>20</b>
4 - Hong Kong (China)	17,5
5 - Nyse Euronext (Estados Unidos)	17
6 - Nasdaq+OMX (Estados Unidos)	14
7 - ICE (Estados Unidos)	9
8 - Londres (Grã-Bretanha)	6,3
9 - ASX (Austrália)	6
10 - Cingapura (Cingapura)	5,7

Fonte: EXAME 03/04/2008.

Nos últimos anos, o Brasil aprendeu que um mercado de capitais avançado é uma boa "política industrial" e que existe uma maneira eficaz de angariar capital para investimento. Entre 1997 e 2006, a rentabilidade média das companhias abertas no Brasil foi de 11% ao ano, ante 8% das fechadas. Essa diferença tem duas explicações. Uma é o papel dos acionistas: Companhias listadas na bolsa são avaliadas publicamente e mais cobradas por resultados. A outra razão para a diferença de desempenho entre as empresas abertas e as fechadas é o maior acesso a financiamentos. Em 2000, os recursos obtidos com as ofertas de ações e de títulos de dívida representavam apenas 10% de todo o crédito concedido às

companhias brasileiras. No ano passado, de acordo com estimativas, esse índice ultrapassou os 30% (EXAME, 2008).

## 4 – CONCLUSÕES

Nunca, na história do capitalismo brasileiro, o mercado de capitais cumpriu um papel proeminente, alavancando recursos para investimentos de alta intensidade de capital e longos prazos de maturação.

O mercado de capitais não se desenvolveu, há vinte anos, por falta de leis e instituições. Ele não se desenvolveu porque em geral, graças ao fechamento da economia, os investimentos e, conseqüentemente, as necessidades de financiamento das empresas eram limitadas e, portanto, passíveis de serem atendidas pelos lucros retidos e créditos comerciais e oficiais.

Quando, em algumas situações específicas os investimentos eram de maior porte, as empresas tinham outras formas de financiamento mais “fáceis” e baratas através de recursos governamentais subsidiados, principalmente do BNDES. Ou seja, o BNDES acabou contribuindo para dificultar o desenvolvimento de um mercado de capitais na medida em que era (e ainda é) uma excelente alternativa de recursos mais baratos.

Além da reduzida necessidade de recursos, as empresas não tinham interesse em abrir o capital visto que a abertura implica perda de raios de manobra na gestão. A obrigatoriedade de publicar balanços dificulta a utilização de mecanismos de informalidade na gestão das empresas abertas tornando-as, algumas vezes, menos competitivas que as empresas fechadas. Mais ainda, a estrutura familiar das empresas brasileiras, referendada pelos mecanismos de captação de recursos existentes, criou uma cultura “avessa” à abertura de capital.

Completando o quadro, a Lei das Sociedades Anônimas, ao influenciar a distribuição de valor entre o investidor, o administrador e o controlador, maximizando o deste último, é o que, junto com o crédito subsidiado, produzia empresários ricos, empresas com base de capital pequena e desinteresse dos investidores.

Os fatores acima mencionados contribuíram decisivamente para a reprodução de um dilema: a falta de densidade no mercado de capitais era o que impedia a formação da liquidez necessária e, em um verdadeiro ciclo vicioso, a falta de liquidez inviabilizava o crescimento do mercado e, conseqüentemente, a sua densidade.

O mercado de capitais brasileiro tem apresentado crescimento significativo nos últimos anos, com grande quantidade de ofertas de ações e de empresas abrindo capital. Uma parte desse crescimento tão significativo se deve a diversas companhias que estão ingressando no mercado, por meio de abertura de capital com simultânea oferta de ações, além dos investidores que estão comprando mais ações.

As principais causas econômicas para o recente crescimento do mercado de capitais brasileiro estão relacionadas ao crescimento econômico do país. Para que possam atender às demandas crescentes de seus consumidores internos e externos, as empresas têm maior necessidade de investimento, e um número cada vez maior opta pela obtenção de recursos por meio de oferta de ações.

O crescimento do mercado de capitais brasileiro também aparenta ter aspectos jurídicos como responsáveis. A eliminação da CPMF nas negociações, além da iniciativa de aumentar o nível de transparência das empresas e da ampliação dos direitos dos acionistas minoritários, são alguns exemplos.

Essas parecem ser as principais causas que podem explicar o recente crescimento do mercado de capitais brasileiro. Algumas delas, como por exemplo, a reforma da legislação societária, a criação de segmentos especiais de listagem na BOVESPA, e edição de novas regras aplicáveis as ofertas de valores mobiliários e as iniciativas da BOVESPA para popularizar o mercado de capitais, permitem o crescimento sustentado do mercado.

A seguir, alguns dados da BOVESPA que podem corroborar os argumentos apresentados acima sobre o crescimento do mercado de capitais brasileiro.

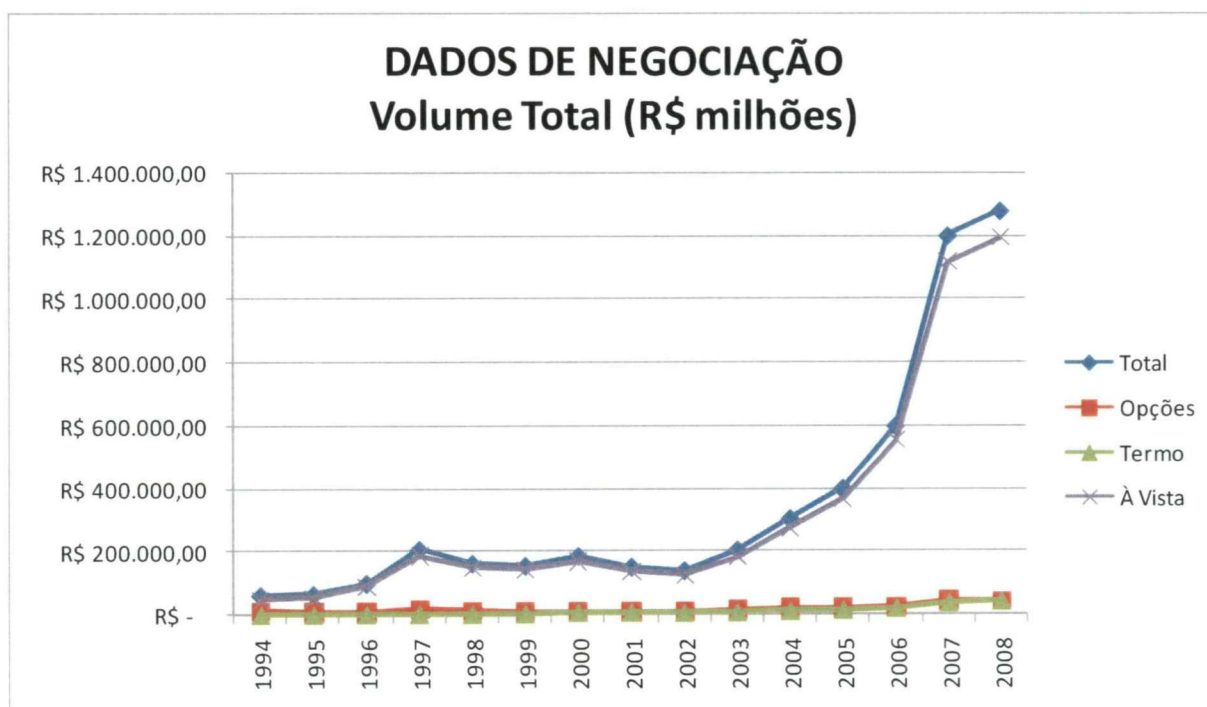
TABELA 11 – DADOS DE NEGOCIAÇÃO BOVESPA – VOLUME TOTAL (R\$ MILHÕES)

Período	À Vista	Termo	Opções	Total
2008*	R\$ 1.194.740,20	R\$ 42.628,50	R\$ 41.045,40	R\$ 1.278.414,10
2007	R\$ 1.117.034,40	R\$ 38.248,20	R\$ 44.024,30	R\$ 1.199.306,90
2006	R\$ 555.476,70	R\$ 20.043,50	R\$ 23.360,00	R\$ 598.880,40
2005	R\$ 366.541,70	R\$ 13.194,40	R\$ 21.354,70	R\$ 401.090,80
2004	R\$ 273.106,00	R\$ 10.496,40	R\$ 20.499,30	R\$ 304.101,70
2003	R\$ 181.937,60	R\$ 6.443,90	R\$ 16.202,20	R\$ 204.583,70
2002	R\$ 125.728,50	R\$ 5.110,40	R\$ 8.130,20	R\$ 138.969,10
2001	R\$ 135.441,10	R\$ 6.443,10	R\$ 8.420,50	R\$ 150.304,70
2000	R\$ 169.704,80	R\$ 7.247,60	R\$ 8.238,20	R\$ 185.190,60
1999	R\$ 143.340,80	R\$ 1.916,40	R\$ 8.821,50	R\$ 154.078,70
1998	R\$ 148.323,20	R\$ 982,00	R\$ 12.539,20	R\$ 161.844,30
1997	R\$ 187.116,10	R\$ 1.186,50	R\$ 18.138,00	R\$ 206.440,60
1996	R\$ 87.929,00	R\$ 558,20	R\$ 9.991,30	R\$ 98.478,50
1995	R\$ 52.993,50	R\$ 283,20	R\$ 10.273,80	R\$ 63.550,60
1994	R\$ 48.386,20	R\$ 153,10	R\$ 12.054,90	R\$ 60.594,20

\* Até 19/11/2008.

Fonte: BOVESPA <www.bovespa.com.br> acesso em 19 nov 2008.

GRÁFICO 1 – DADOS DE NEGOCIAÇÃO BOVESPA – VOLUME TOTAL (R\$ MILHÕES)



Fonte: BOVESPA <www.bovespa.com.br> acesso em 19 nov 2008 – Elaboração Própria

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

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

Apesar destas restrições, que não devem ser minimizadas, há espaço para um conjunto de medidas que permitiriam um salto de qualidade suficiente para, apesar das dificuldades, alavancar o mercado de capitais no Brasil.

## 5 – LISTA BIBLIOGRÁFICA

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. (2007) **Mercado Financeiro e de Capitais**. 3a ed. São Paulo: Atlas

BARROS, J. R. M *et al.* (2004) **O Mercado de Capitais Brasileiro Frente aos Desafios Impostos Pelas Negociações Internacionais em Serviços Financeiros**. Disponível em: <[www.bovespa.com.br/Bovespa/Publicacoes/publ\\_gra.asp?Origem=Bovespa](http://www.bovespa.com.br/Bovespa/Publicacoes/publ_gra.asp?Origem=Bovespa)> Acesso em: 09 mai. 2008.

BARROS, J. R. M *et al.* (2004) **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro** Disponível em: <[www.bovespa.com.br/Bovespa/Publicacoes/publ\\_gra.asp?Origem=Bovespa](http://www.bovespa.com.br/Bovespa/Publicacoes/publ_gra.asp?Origem=Bovespa)> Acesso em: 09 mai. 2008.

BOVESPA (2007-a). **Mercado de Capitais**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Pdf/merccap.pdf>> Acesso em: 09 mai. 2008.

BOVESPA (2007-b) **Custos de Abertura de Capital e de Manutenção da Condição de Companhia Aberta**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/CustosSA.pdf>> Acesso em: 09 mai. 2008.

BOVESPA (2008) Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>> Acesso em: 07 Set. 2008.

BOVESPA (2008-a) **Panorama da Economia Brasileira e do Mercado de Capitais**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/bovpanorama.pdf>> Acesso em: 09 mai 2008.

CARVALHO, F. C. *et al.* (2000) **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 2a ed. Rio de Janeiro: Campus.

CVM, Disponível em: <<http://www.cmv.gov.br/>> Acesso em: 09 mai 2008

DIEESE, Disponível em: <<http://www.dieese.org.br/>> Acesso em: 09 mai 2008.

FEDERAÇÃO MUNDIAL DE BOLSAS – WFE (2002) **A Importância Econômica das Bolsas**. Disponível em: <[www.bovespa.com.br/pdf/publigra\\_aimportancia.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/publigra_aimportancia.pdf)> Acesso em: 09 mai. 2008.

FILHO, A. M.; ISHIKAWA, S. (2000) **Mercado Financeiro e de Capitais**. 1a ed. São Paulo: Atlas.

NETO, A. A. (2006) **Mercado Financeiro**. 7a ed. São Paulo: Atlas.

NOBREGA, M. *et al.* (2000) **O Mercado de Capitais: Sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil**. Disponível em: <[www.bovespa.com.br/Bovespa/Publicacoes/publ\\_gra.asp?Origem=Bovespa](http://www.bovespa.com.br/Bovespa/Publicacoes/publ_gra.asp?Origem=Bovespa)> Acesso em: 09 mai. 2008.

PINHEIRO, J. P. (2002) **Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas**. 2a ed. São Paulo: Atlas.

REVISTA EXAME (2008) Disponível em: <<http://www.exame.com.br>> Acesso em: 07 Set. 2008.

SHUMPETER, J. A. **Teoria do Desenvolvimento: O mercado monetário**. São Paulo: Ed. Abril, 1984. p. 86-87 (Os Economistas).

## **ANEXO I – CRISES DO PERÍODO COM REPERCUSSÃO NO MERCADO DE CAPITAIS**

Com o surgimento da globalização, as economias passaram a ser mais interligadas, expondo-se mais aos agentes internacionais. A globalização apresenta risco em função de três fatores: a intercomunicação instantânea que aumenta a volatilidade dos capitais; a interligação do sistema financeiro internacional; e os novos agentes financiadores, que estão além dos controles dos bancos centrais. Uma crise financeira se caracteriza pela falta de liquidez momentânea de um sistema, ou seja, uma dificuldade simultânea que um país tem por não conseguir administrar suas finanças e que, conseqüentemente, afetará seu equilíbrio financeiro (PINHEIRO, 2002).

A primeira situação complicada após a implantação do Real foi em dezembro de 1994, com a Crise Mexicana. O México passou por sérias dificuldades para quitar seus compromissos externos (déficit de cerca de US\$ 8,4 milhões) e inflação alcançando três dígitos. A partir daí sua moeda sofre uma desvalorização controlada de 15%, por iniciativa do novo presidente, mas sem credibilidade Internacional. A economia entrou em recessão, e a desvalorização chegou a 80%. A crise mexicana teve impacto imediato sobre a Argentina, Brasil e outros países ditos emergentes, que alteraram suas políticas macroeconômicas, reagindo por meio: da elevação dos juros para atrair os capitais externos; de uma política fiscal com cortes nos gastos públicos; de alterações nas políticas cambiais, tais como a criação da banda cambial em alguns países (Brasil) e a aceleração das desvalorizações da moeda em outros.

O segundo momento de dificuldades para o Brasil decorreu da Ásia em outubro de 1997. Os chamados tigres asiáticos sofreram freqüentes recuos nas suas Bolsas de Valores. Com os problemas detectados no sistema financeiro e as incertezas políticas nestes países, formou-se um clima propício para movimentos especulativos contra as moedas locais, com a Bolsa de Valores de São Paulo apresentando uma das maiores baixas no mundo, 14,9% no dia 27 de outubro de 1997 (BOVESPA, 2007).

Neste momento ocorreram nítidas tentativas de especulação contra o real, resultando numa intensa saída de capital do país (perda de US\$ 12 bilhões nas

reservas internacionais) e obrigando, mais uma vez, o governo a tomar medidas tardias para tentar conter a crise. O governo brasileiro dobrou as taxas de juros, aumentou os impostos e editou medidas para assegurar a permanência do capital estrangeiro no país.

Os reflexos dessas medidas foram sentidos principalmente na redução da atividade econômica, na virada do ano, e no aumento do desemprego (segundo o DIEESE a taxa de desemprego saltou de 16,5 %, em outubro de 1997, para 19%, em junho de 1998, na Grande São Paulo).

Em agosto de 1998, a incerteza política, aliada à crise na Ásia e à queda nos preços do petróleo, afasta os investidores e a Rússia desencadeia uma queda generalizada das bolsas de valores. A situação econômica na Rússia atingiu fatos dramáticos, com atrasos de salários, déficit público crescente e perdas de reservas. Diante desse quadro, o governo russo anunciou uma moratória e a desvalorização do rublo, causando pesadas perdas para os investidores internacionais, pois se iniciou uma crise de confiança nos países subdesenvolvidos, afetando a confiança do investidor estrangeiro no Brasil, diretamente.

Mas nenhuma destas crises compara-se à crise interna vivida pelo Brasil em 1999. O modelo de controle cambial adotado no Brasil era o conceito de Bandas Cambiais utilizado pelo Banco Central do Brasil, onde se estabelece uma faixa ou banda em que o câmbio flutua livremente e só se intervém no mercado de câmbio com a intenção de impedir que a taxa de câmbio ultrapasse os limites da banda. Neste sistema usa-se a taxa de juros com atrativa de capitais externos para acumular as reservas internacionais. Assim a banda é sustentada e controla a inflação. A chamada âncora cambial adotada no início do plano de estabilização em 1994 (Plano Real) estabeleceu que o dólar e o real tivessem paridade de um por um. A seguir, as autoridades econômicas esperavam a ocorrência de um ajustamento do câmbio pelo mercado, sem a intervenção do Banco Central (BC), exceto quando o real e o dólar se iguallassem. Entretanto, nos meses seguintes o real se valorizou excessivamente em relação à moeda norte-americana. O dólar caiu frente ao real e chegou a valer R\$ 0,83 em outubro de 1994. O agravamento da situação fiscal do setor público, o aumento do desemprego e a deterioração da conta corrente são exemplos claros disso. Tais problemas, por sua vez, acabaram por levar à ruptura do

regime cambial prevalecente e à substituição da presidência do Banco Central em janeiro de 1999.

Segundo PINHEIRO (2002), no início houve uma explosão de euforia nas bolsas brasileiras – nos três dias que se seguiram à liberação, a Bovespa teve valorização superior a 40%. Com a desvalorização cambial, os papéis brasileiros ficaram ainda mais baratos, com preços atraentes em dólar. Os investidores aproveitaram para comprar, o que elevou o preço das ações. A queda da bolsa chegou a 60% em função da fuga de capitais.

As crises financeiras demonstraram que as bolsas, e suas respectivas economias, não estavam preparadas para essas mudanças e foram surpreendidas com a velocidade com que os capitais se movimentam.

Nos anos 2000, temos as seguintes crises:

#### I) Atentado 11 de Setembro de 2001

O atentado aumentou os temores sobre a estagnação da economia americana, provocando desconfiança nas bolsas de todo o mundo e um conseqüente recuo no crescimento mundial, inclusive nos países emergentes como o Brasil.

O efeito dos ataques no mercado financeiro teve reflexo ainda no dia 11 de setembro. Na Bovespa, o pregão foi suspenso às 11h15, quando, segundo EXAME (2008) a perda no valor das ações em São Paulo já estava em 9,18% e a Bolsa de Valores de Nova York paralisou os negócios. O dólar perdeu valor em relação ao lene e à Libra Esterlina. Sem a referência de Nova York, os investidores ficaram desorientados. Houve uma corrida desenfreada para a venda de ações. Ainda na terça-feira, a Bolsa de Frankfurt caiu 8,5% e a de Londres, 5,7%.

Operadores de títulos da dívida externa tiveram de interromper os negócios no mundo todo. O principal negociador dos papéis, o banco Morgan Stanley, ocupava 25 andares da torre Sul do WTC com seus 3.500 funcionários. Suas instalações foram totalmente destruídas.

No dia do atentado registrou-se, na BOVESPA, uma queda de 10,21% e o índice continuou caindo até 10.034 pontos, somando um total de 18% de queda pós-atentado.

A BOVESPA demorou um mês e quinze dias para se recuperar. Quatro meses depois do atentado, em janeiro de 2002, já havia retomado um patamar 32% acima do início do desastre (REVISTA EXAME, 2008).

## II) Crise Argentina

As origens e o desdobramento desta crise podem ser compreendidos no artigo da REVISTA EXAME (2008) apresentado a seguir:

Na tentativa de trazer estabilidade econômica e conter a hiperinflação - de até 3000% ao mês - que assolava a Argentina, em 1991, o então presidente Carlos Menem, junto com Domingo Cavallo, ministro da Economia, introduziu o regime de conversibilidade, pelo qual o peso era fixado rigidamente ao dólar.

A Argentina passou por um momento de grande euforia. O país começou a apresentar índices de crescimento de 7% ao ano e reduziu drasticamente a inflação para cerca de 10%, em apenas dois anos. Entre 1992 e 1995, a Argentina foi líder em atração de investimentos externos na América Latina. As principais fontes eram o processo de privatização radical, de praticamente todos os serviços públicos, e a compra de empresas privadas por grupos estrangeiros.

Isso durou até 1997, quando a crise deu seu primeiro sinal. O peso, artificialmente atrelado ao dólar, reduziu a competitividade dos produtos argentinos, gerando rombos na balança comercial. Para financiar a dívida, o governo emitiu títulos, exigindo que os bancos os comprassem em condições desvantajosas, provocando uma crise no setor financeiro.

Com o fim das grandes privatizações, apareceu um déficit orçamentário, que vivia encoberto pela entrada de capital da venda das estatais. O efeito foi a desconfiança generalizada, que se agravou com a sucessão de crises em outros países. A crise do México, em 1995, a dos Tigres Asiáticos, em 97, a da Rússia no ano seguinte, culminando com a desvalorização do real em 1999.

O desemprego tornou-se um fator comum, superando 18% e salários do setor público começaram a ficar atrasados. Esse elenco de fatores catastróficos chegou ao auge no governo de Fernando De La Rúa no ano 2000, quando se tentou formar uma união nacional para combater a crise. Em três semanas, três pessoas ocuparam o cargo de ministro da Economia. O último foi Domingo Cavallo, de volta ao cargo.

Foram implementados diversos planos econômicos - nenhum com proposta de desvalorização da moeda. O Fundo Monetário Internacional entrou para resolver o problema com um pacote de ajuda financeira de 40 bilhões de dólares. Mas a situação não foi alterada. Saques a lojas e supermercados eram constantes. Frustrados em suas medidas, Cavallo e De la Rúa renunciaram em dezembro de 2001. Sem crédito internacional, o país não teve como financiar a dívida que já somava 141 bilhões de dólares, e o presidente interino Adolfo Rodríguez Saá, decretou moratória.

Saá tinha assumido para ficar por dois meses, mas só resistiu a sete dias de governo. Seu sucessor foi Eduardo Duhalde, responsável pelo fim da paridade cambial. O processo foi traumático para o país. Não houve hiperinflação, como era previsto, mas o corralito - bloqueio de poupanças - e restrições a saques de depósitos geraram protestos inflamados.

Na virada de 2001 para 2002, em 12 dias, a Argentina teve cinco presidentes. Em julho de 2002, a economia parecia estar se estabilizando. Mas ainda foi declarada outra moratória, desta vez com o Banco Mundial. Somente em 2004, a economia do país voltou a respirar. Em 2003, o país registrou crescimento de 8,7%, resultado da utilização de capacidade ociosa para atender o mercado externo. (EXAME, 2008b)

A medida do governo da Argentina assustou os investidores no Brasil e a Bolsa de São Paulo, que já caiu 5,34% no ano de 2001, em apenas um dia baixou (-3,51% dia 16/04/2001). As empresas se protegiam de uma possível desvalorização do peso argentino.

A crise argentina juntamente com o pessimismo na economia dos EUA fez com que o mercado financeiro ficasse nervoso com a perspectiva de alta do dólar, da inflação e de queda nas Bolsas de Valores. Os investidores estrangeiros têm certa lógica regional e tendem a enxergar o Brasil, o Chile e outros países como parte da confusão na Argentina.

### III) Crise Imobiliária Nos Estados Unidos

A crise imobiliária americana teve origem ainda no 11 de setembro de 2001, na época do atentado ao World Trade Center, quando o presidente dos EUA George W. Bush pediu aos americanos que fossem as compras, por medo de uma recessão. Esta medida visava manter a demanda evitando uma queda acentuada no consumo, que teve início após o atentado. Para viabilizar este pedido, o FED (*The Federal Reserve System*, o Banco Central dos EUA) diminuiu a taxa de juros básica da economia, tornando assim o dinheiro barato, o que levou os americanos aos financiamentos e ao aumento do consumo. O baixo custo dos financiamentos aqueceu o mercado imobiliário nos EUA, elevando o número de empréstimos. Neste momento entra em cena a engenharia financeira criando subprodutos destes financiamentos. Para diminuir o risco da operação os bancos passam a vender títulos lastreados nestes financiamentos, ou seja, passam a vender papéis que têm base nos juros destes financiamentos e desta forma dividem o risco da inadimplência. Fundos de investimentos então compram estes papéis de várias instituições financeiras e vendem cotas destes fundos a acionistas no mundo inteiro. Desta forma o aumento da inadimplência no pagamento dos financiamentos aos bancos afeta o mundo todo. Esta é a chamada “bolha imobiliária”.

O problema ocorreu quando os recentes indicadores mostraram um aumento da inadimplência nos EUA. Além disso, vieram a tona a quebra e a dificuldade financeira pela qual grandes empresas americanas de financiamento estão passando. Este efeito se alastrou como uma onda de choque e aterrorizou a todos que têm dinheiro nestes fundos ou possuem ações destas empresas. Para se protegerem, investidores pelo mundo todo realizam lucros, ou seja, vendem seus papéis que tiveram rentabilidade nos últimos meses. E isto afeta diretamente a bolsa brasileira - que estava em alta - e se torna palco da famosa fuga de capitais, realçada ainda mais pelo medo nos investidores, que logo retiram seu dinheiro de aplicações de alto risco. O raciocínio é simples: ao sair o investidor estrangeiro vende suas ações em reais e compra dólares, sendo assim, o aumento da procura

pela moeda eleva seu preço. O primeiro impacto registrado pela Bolsa de Valores de São Paulo foi no segundo semestre de 2007, onde chegou a apresentar queda de quase 10% ao longo de um único dia. No entanto, o Brasil hoje se encontra bem mais preparado para uma crise do que esteve no passado. O Banco Central tem a sua disposição uma enorme quantidade de dólares, a chamada reserva internacional. Estas reservas dão a tranquilidade para os investidores de que não faltará dólar, e de que seu preço não deve oscilar muito. Além disso, os juros no Brasil estão mais baixos e os indicadores conjunturais da economia brasileira vêm melhorando, o que deixa o país em uma posição mais confortável do que esteve anteriormente (REVISTA EXAME, 2008).

TABELA 12 - AS CRISES DO MERCADO FINANCEIRO

<b>Período</b>	<b>Países</b>	<b>Principais Medidas no Brasil</b>
Dezembro de 1994	México e Argentina	Taxa de câmbio e política monetária contracionista
Outubro de 1997	Ásia	Aumento de Juros e corte dos gastos do governo
Agosto de 1998	Japão e Rússia	Aumento de Juros e corte dos gastos do governo
Setembro de 2001	EUA	Paralisação das Negociações
Desde 2001	Argentina	
Agosto 2008	EUA	Leilões de Divisas, Liberação de Verbas e Diminuição do Compulsório Bancário para aumento de Crédito, Prorrogação do vencimento de impostos das empresas.

Fonte: DIEESE