

JORGE LENARDT QUADRADO

ENTRAVES AO DESENVOLVIMENTO DA BOLSA DE VALORES BRASILEIRA

Trabalho de conclusão do curso de Ciências
Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas,
Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira

CURITIBA

2009

TERMO DE APROVAÇÃO

JORGE LENARDT QUADRADO

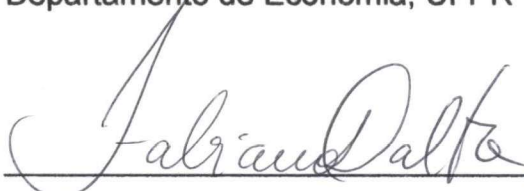
ENTRAVES AO DESENVOLVIMENTO DA BOLSA DE VALORES BRASILEIRA

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

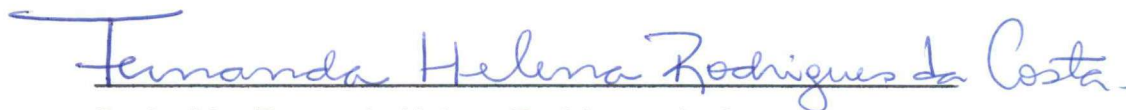
Orientador:



Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira
Departamento de Economia, UFPR



Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto
Departamento de Economia, UFPR



Profa. Me. Fernanda Helena Rodrigues da Costa
Departamento de Economia, UFPR

Curitiba, 11 de dezembro de 2009

RESUMO

O baixo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro é prejudicial para a economia nacional. Para as empresas a bolsa de valores é uma importante fonte de recursos, capaz de viabilizar a continuidade das atividades empresariais. No entanto, alguns padrões estruturais e conjunturais da economia brasileira impedem que o mercado de capitais desempenhe sua função de forma eficiente. Tem-se como objetivo no presente trabalho investigar alguns dos entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Objetiva-se, ainda, sugerir possíveis ações governamentais capazes de promover seu desenvolvimento e métodos de redução do risco inerente à volatilidade dos preços dos ativos negociados em bolsa. A análise das intervenções governamentais e dos métodos de redução do risco sugere que é possível desenvolver o mercado de capitais nacional, elevar a liquidez dos ativos negociados em bolsa e ampliar a capacidade de financiamento às empresas.

Palavras-chave: Mercado de Capitais. Bolsa de Valores. Risco. Informação Assimétrica.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

TABELA 1 – PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL, 2009.....	19
TABELA 2 – NÚMERO DE COTISTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL, 2009.....	19
TABELA 3 – PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS FICs NO BRASIL, 2009.....	20
TABELA 4 – NÚMERO DE COTISTAS DOS FICs NO BRASIL, 2009.....	21
TABELA 5 – NÚMERO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL, 2009.....	21
TABELA 6 – NÚMERO DE FICs NO BRASIL, 2009.....	21
GRÁFICO 1 – DISTRIBUIÇÃO DO PL DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL, AGOSTO DE 2009.....	22
GRÁFICO 2 – EMPRESAS ADMITIDAS X EMPRESAS CANCELADAS NA BOVESPA, 08/10/2009 A 01/01/2004.....	24
GRÁFICO 3 – VOLUME E NÚMERO DE NEGÓCIOS REALIZADOS NA BOVESPA, 09/2008 A 09/2009.....	25
GRÁFICO 4 – VOLUME E NÚMERO DE NEGÓCIOS REALIZADOS NA BOVESPA, 09/2007 A 09/2008.....	25
TABELA 7 – RANKING DAS MAIORES TAXAS DE JUROS REAIS DO MUNDO, 2008.....	27
TABELA 8 – SIMULAÇÕES DE CUSTOS DE EMISSÃO PÚBLICA DE AÇÕES NO BRASIL.....	28
TABELA 9 – SIMULAÇÃO DOS CUSTOS ANUAIS DE MANUTENÇÃO DA CONDIÇÃO DE CIA. ABERTA NO BRASIL.....	29
GRÁFICO 5 – CARGA TRIBUTÁRIA EM % DO PIB NO BRASIL, 1990 A 2008.....	30
TABELA 10 – CARGA TRIBUTÁRIA BRUTA NO BRASIL, 2007 E 2008.....	31
GRÁFICO 6 – PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES NO VOLUME DE NEGÓCIOS DA BOVESPA, 09/2009.....	34

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AMBID – ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO

BOVESPA – BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO

COPOM – COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

CPF – CADASTRO DE PESSOAS FÍSICAS

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

FIC – FUNDOS DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA

PIB – PRODUTO INTERNO BRUTO

PL – PATRIMÔNIO LÍQUIDO

RFB – RECEITA FEDERAL DO BRASIL

SELIC – SISTEMA ESPECIAL DE LIQUIDAÇÃO E CUSTÓDIA

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	1
2 AVERSÃO AO RISCO	3
2.1 ESCOLHAS ENVOLVENDO RISCO	4
2.1.1 Valor Esperado	4
2.1.2 Utilidade Esperada.....	6
2.2 REDUÇÃO DO RISCO	7
2.2.1 Diversificação.....	8
2.2.2 Seguros.....	8
3 TEORIA DA INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA	10
3.1 SELEÇÃO ADVERSA.....	10
3.2 RISCO MORAL.....	12
3.3 INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA E A DEMANDA POR ATIVOS DE RISCO	13
4 FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL	15
4.1 TIPOS DE FUNDOS	16
4.2 PERFIL DOS INVESTIMENTOS.....	18
5 ENTRAVES AO DESENVOLVIMENTO DA BOLSA DE VALORES BRASILEIRA	22
5.1 A BOLSA DE VALORES BRASILEIRA.....	22
5.2 O EFEITO DA TAXA DE JUROS PARA O INVESTIMENTO.....	24
5.3 CUSTOS DE ABERTURA DE CAPITAL E MANUTENÇÃO DO CAPITAL ABERTO NO MERCADO DE AÇÕES	26
5.4 TRIBUTAÇÃO.....	29
6 ALTERNATIVAS PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO	32
6.1 ATUAÇÃO DO GOVERNO NO MERCADO DE AÇÕES	32
6.1.1 Juros	33
6.1.2 Tributação	34
6.1.3 Abertura de capital	34
6.1.4 Empréstimos bancários.....	35
6.1.5 Fundos de investimento	36
6.2 CONTROLE DO RISCO	36
6.2.1 Capital protegido.....	37
6.2.2 POP Bovespa.....	37
CONSIDERAÇÕES FINAIS	40
REFERÊNCIAS	42

1 INTRODUÇÃO

Segundo CAVALCANTI e MISUMI (2002, p. 313), o mercado de capitais “é o conjunto das operações financeiras de médio, longo e prazo indefinido, normalmente efetuadas diretamente entre poupadores e empresas, ou através de intermediários financeiros não bancários, geralmente destinadas ao financiamento de investimentos fixos”. Já o mercado acionário “é um subsistema do mercado de capitais, onde se realizam as operações de compra e venda de ações. Suas funções principais são: a avaliação dos valores transacionados, liquidez e capitalização das empresas” CAVALCANTI e MISUMI (2002, p. 313).

O aumento da competitividade global acelerou a importância do mercado de capitais para a economia em geral e, assim, para os agentes que nele atuam. As empresas, por necessitarem cada vez mais de recursos não-exigíveis para viabilizar investimentos em escala e qualidade para competir com êxito. Os indivíduos, por terem presenciado a falência dos mecanismos públicos de previdência social e precisarem formar poupança de longo prazo num mundo de juros declinantes. Já as instituições financeiras, nesse contexto, necessitam se manter no estado da arte na análise e gerenciamento das carteiras de seus clientes, sob o risco de perdê-los e serem absorvidas por outras mais eficientes (CAVALCANTI e MISUMI, 2002, p. V).

Conforme BOVESPA (2008), “por ser um canal fundamental na captação de recursos que permitem o desenvolvimento das empresas, gerando novos empregos e contribuindo para o progresso do País, o mercado acionário também se constitui em uma importante opção de investimento para pessoas e instituições”. Verifica-se, no entanto, que este mecanismo de captação ainda é significativamente retraído no Brasil.

Segundo BARROS (2000, p.5) “a fragilidade do mercado de capitais brasileiro não é recente. Nunca, na história do capitalismo brasileiro, o mercado de capitais cumpriu um papel proeminente, alavancando recursos para investimentos de alta intensidade de capital e longos prazos de maturação”. Se por um lado as empresas arcam com elevados custos na abertura de capital e manutenção da condição de empresa de capital aberto, por outro parece que muitos investidores nacionais ainda não descobriram o mercado de capitais como alternativa de investimento para obtenção de retornos satisfatórios ou são excessivamente temerosos à volatilidade deste mercado.

O receio decorrente das incertezas atinge cada indivíduo de uma forma única. Enquanto alguns apresentam completa aversão ao risco, outros são neutros ou até mesmo propensos a este. Uma vez que o padrão de aversão ao risco parece ser o dominante, aplicações com retornos esperados mais elevados são menos procurados em relação à aplicações com retornos esperados inferiores, porém mais seguros.

O risco de retornos insatisfatórios no mercado de ações, no entanto, é resultado não somente da possibilidade de desempenho fraco das empresas. A distribuição desigual da informação entre os participantes do mercado acionário também permite que alguns investidores, portadores de melhores informações, utilizem-se destas para obter retornos superiores aos demais e em detrimento destes.

Aparentemente, problemas conjunturais e estruturais impedem o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiros. Neste sentido, a interferência estatal apresenta-se como alternativa para o rompimento destas barreiras.

Portanto, tem-se como objetivo no presente trabalho investigar alguns dos entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Objetiva-se, ainda, sugerir possíveis ações governamentais capazes de promover seu desenvolvimento e métodos de redução do risco inerente à volatilidade dos preços dos ativos negociados em bolsa.

2 AVERSÃO AO RISCO

Muitas das escolhas que precisam ser feitas envolvem um considerável grau de incerteza e cada indivíduo possui seu próprio grau de tolerância em relação ao risco decorrente destas incertezas.

Para EATON e EATON (1999), os indivíduos podem ser classificados em três categorias de acordo com suas preferências em relação ao risco: aversão, neutralidade e inclinação ao risco.

O indivíduo que prefere uma renda garantida a um emprego mais arriscado, porém com o mesmo valor de renda esperada, possui aversão ao risco. Para as pessoas que apresentam neutralidade em relação aos riscos é indiferente receber uma renda garantida ou receber uma renda incerta com o mesmo valor esperado. Já o indivíduo que aprecia o risco prefere apostar em uma renda incerta a optar pelo rendimento certo, mesmo que o valor esperado decorrente da incerteza seja menor do que o valor da renda certa (PINDYCK e RUBINFELD, 2006).

A maioria das pessoas toma empréstimos para financiar aquisições planejando pagar com rendimentos futuros (PINDYCK e RUBINFELD, 2006). No entanto, segundo PINDYCK e RUBINFELD (2006), os rendimentos futuros são incertos [...] sempre existe margem para mudanças inesperadas. Nossa renda pode ser elevada ou reduzida; podemos ser promovidos, rebaixados ou até demitidos de nosso emprego. Por outro lado, se adiarmos a compra de uma casa, estaremos nos arriscando a ver o preço do bem aumentar, ficando mais difícil adquiri-lo (PINDYCK e RUBINFELD, 2006).

Não somente no campo dos empréstimos que as decisões envolvendo incertezas ocorrem. Quando um indivíduo resolve formar poupança, ou seja, deixar de gastar determinado valor na atualidade para dispor destes recursos no futuro, é necessário decidir qual das aplicações disponíveis são preferíveis pelo poupador. Os mais conservadores optam geralmente pela tradicional poupança ou um fundo de renda fixa, enquanto que os mais arrojados buscam retornos mais elevados no mercado de capitais. Desta forma, a decisão de qual será o destino dos recursos poupados depende basicamente do grau de risco que o investidor está disposto a assumir.

2.1 ESCOLHAS ENVOLVENDO RISCO

Para que decisões que envolvem incertezas sejam tomadas, muitas vezes é necessário decidir o grau de risco que estamos dispostos a assumir (PINDYCK e RUBINFELD, 2006). Não menos importante é conhecer as opções de escolha e seus respectivos retornos. Para tanto, o Valor Esperado e a Utilidade Esperada podem auxiliar os indivíduos nos momentos de escolha.

2.1.1 Valor Esperado

O valor esperado é definido por PINDYCK e RUBINFELD (2006, p. 132) como a “média ponderada probabilística dos valores associados a todos os resultados possíveis de um acontecimento”.

Em termos monetários, conforme MANSFIELD e YOHE (2006, p. 139), o valor esperado “é a soma das quantias de dinheiro ganhas (ou perdidas) se cada resultado ocorrer multiplicada pela probabilidade de que cada resultado ocorra”. Ainda conforme MANSFIELD e YOHE (2006, p. 139), “o valor esperado é importante porque é a quantia média que um tomador de decisão ganharia (ou perderia) se aceitasse fazer uma aposta repetidas vezes”.

Se ao efetuar uma aplicação o investidor não sabe exatamente o retorno que obterá decorrente desta aplicação, mas tem conhecimento dos valores monetários dos possíveis retornos e das probabilidades de ocorrência relacionadas a cada um, o investidor poderá calcular o valor esperado, o valor que provavelmente ele receberá como retorno.

Segundo PINDYCK e RUBINFELD (2006), o valor esperado mede a tendência central que, na média, deveríamos esperar que viesse a ocorrer.

No entanto, para que o valor esperado seja calculado, é necessário conhecer a probabilidade, “a possibilidade de que dado resultado venha a ocorrer” (PINDYCK e RUBINFELD, 2006, p. 132).

“Uma probabilidade é um número associado a cada resultado possível e que indica a chance de esse resultado vir a ocorrer” (MANSFIELD e YOHE, 2006, p. 135). Sendo assim, para MANSFIELD e YOHE (2006, p. 136) “se o resultado U ocorre m vezes em um total de M vezes possíveis, então a probabilidade de U , indicada aqui como $P(U)$, é simplesmente”:

$$P(U) = m/M$$

Supondo que U seja R\$1.000,00 e que, historicamente, um fundo de investimento apresente R\$1.000,00 como retorno sobre o capital inicial de determinado investidor em todos os meses desde a aplicação inicial um ano atrás. Neste caso $P(1.000) = 100\%$ e qualquer outro valor para U terá $P(U) = 0$. Uma vez que a probabilidade do retorno é de 100%, pode-se dizer que este é um investimento isento de risco.

Segundo PINDYCK e RUBINFELD (2006) a probabilidade pode ser determinada de forma objetiva, fundamentando-se na frequência com a qual determinados eventos tendem a ocorrer. Quando não existe experiência anterior para determinar a probabilidade, esta pode ser determinada de forma subjetiva, baseando-se na percepção de que determinado resultado poderá vir a ocorrer. Essa percepção pode estar embasada no julgamento ou na experiência de uma pessoa.

Um fundo de investimento novo que ainda não gerou nenhum retorno a seus investidores, é um caso em que não há experiência anterior para auxiliar na determinação da probabilidade de ocorrência de cada possível retorno esperado. Sendo assim, para que a probabilidade seja determinada, faz-se necessária a análise de informações adicionais. Estas informações podem ser obtidas junto aos responsáveis pelo fundo, ou através de comparação com fundos semelhantes. Todavia, a determinação da probabilidade relacionada a cada valor esperado deixa de ser exclusivamente objetiva e passa a ter caráter subjetivo.

Determinações subjetivas, no entanto, podem variar de um indivíduo para outro. Pessoas com diferentes níveis de informações podem divergir quanto as suas escolhas.

Calcular as probabilidades nem sempre é uma tarefa simples. Pode não ser possível, por exemplo, efetuar tentativas inúmeras vezes. Nestes casos, os indivíduos criam visões subjetivas sobre as probabilidades, baseando-se em sua experiência própria ou na revisão de literatura científica (MANSFIELD e YOHE, 2006).

Conforme MANSFIELD e YOHE (2006), a definição subjetiva da probabilidade de um evento é o grau de confiança ou crença de que o evento irá ocorrer, sendo

que o fator importante nesse conceito alternativo de probabilidade é a quantificação na qual o tomador de decisão acredita.

Conhecidos os conceitos de probabilidade, pode-se então afirmar que, sendo Pr_1 e Pr_2 as probabilidades de cada resultado e X_1 e X_2 os possíveis valores de retorno, tem-se as seguintes equações para o valor esperado:

$$E(X) = Pr_1X_1 + Pr_2X_2 \text{ (quando existem apenas dois resultados possíveis);}$$

$$E(X) = Pr_1X_1 + Pr_2X_2 + \dots + Pr_nX_n \text{ (para } n \text{ resultados possíveis).}$$

O cálculo do Valor Esperado, no entanto, não é afetado pelo grau de risco existente em cada escolha. Para tanto, calcula-se a variabilidade como forma de medir o risco, ou seja, o “grau de diferença entre os resultados possíveis de um acontecimento incerto” (PINDYCK e RUBINFELD, 2006, p. 133).

A variabilidade pode ser medida calculando-se as diferenças entre os valores efetivos e esperados dos retornos associados às respectivas probabilidades. Estas diferenças recebem a denominação Desvios. Uma vez que os desvios podem ser tanto positivos quanto negativos, deve-se elevar os valores ao quadrado, obtendo-se então, números sempre positivos. Aos resultados associam-se as respectivas probabilidades de ocorrência, calculando-se a média ponderada do quadrado do desvio. A raiz quadrada de cada cálculo denomina-se Desvio Padrão, valor utilizado para comparações entre as variabilidades (PINDYCK e RUBINFELD, 2006).

A variabilidade torna-se muito importante na medida em que dois acontecimentos distintos podem ter o mesmo valor esperado. Nestes casos, a situação que apresentar a menor variabilidade (menor desvio padrão) é considerada a mais segura.

2.1.2 Utilidade Esperada

O indivíduo racional, no entanto, pode optar por não maximizar o valor esperado (MANSFIELD e YOHE, 2006). A opção em que o valor esperado é máximo pode conter risco a ponto de fazer com que alguns indivíduos prefiram um valor esperado menor, porém mais seguro.

Sendo assim, o valor esperado é de maior utilidade em situações em que o risco inexistente ou é relativamente insignificante ou, ainda, o agente tomador de decisão é indiferente a ele. Para todas as outras situações, a análise mais adequada é feita por meio da Utilidade Esperada.

Conforme MANSFIELD e YOHE (2006, p. 146), utilidade “é um número que é associado a cada resultado possível de uma decisão – esses valores refletirão as preferências do tomador de decisão em relação ao risco”. Sendo assim, a utilidade esperada “é a soma das utilidades que seriam obtidas em cada resultado multiplicadas pela probabilidade de que cada resultado venha de fato a ocorrer” (MANSFIELD e YOHE, 2006, p. 146).

De acordo com a teoria da utilidade esperada, um tomador de decisão racional maximizará a utilidade esperada quando se vir diante de situações de risco (MANSFIELD e YOHE, 2006).

Tão importante quanto o cálculo da utilidade esperada é dispor de informações referentes aos métodos de redução do risco. Se, por exemplo, um indivíduo deixa de comprar um carro muito caro porque a utilidade esperada decorrente da compra do carro é muito baixa devido o receio de que este seja roubado, talvez este mesmo indivíduo aceitaria comprar o carro se soubesse que existe a possibilidade de contratar um seguro contra roubo. De forma semelhante, um investidor poderia aceitar investir seu capital no mercado de ações se soubesse que existem métodos para limitar as perdas decorrentes de variações excessivas dos ativos negociados em bolsa. Neste sentido, o subitem a seguir apresenta o seguro e a diversificação como métodos de redução dos riscos.

2.2 REDUÇÃO DO RISCO

“Quando os indivíduos são avessos ao risco, eles mostram uma clara disposição a criar instituições que lhes permitam dividir [...] seus riscos” (EATON e EATON, 1999, p. 155).

“Um grande número de consumidores é, inquestionavelmente, avesso ao risco. Eles fazem o possível para reduzi-lo, mesmo que isso lhes custe alguma coisa” (MANSFIELD e YOHE, 2006, p. 152).

2.2.1 Diversificação

Para VARIAN (2003), ao diversificar as aplicações, o indivíduo pode obter um rendimento mais certo e, portanto, mais desejável, se for uma pessoa avessa ao risco. Ao diversificar seu investimento é possível reduzir o risco total, mantendo o retorno esperado inalterado (VARIAN, 2003).

Segundo PINDYCK e RUBINFELD (2006) é possível eliminar parte do risco quando os recursos são distribuídos em atividades variadas cujos resultados não estão relacionados entre si.

No mercado de ações a diversificação é especialmente importante. Em um único dia, o preço de uma ação pode variar consideravelmente tanto de forma positiva quanto negativa. Sendo assim, diversificar a carteira, pulverizando o investimento em diferentes empresas, faz o risco ser reduzido – não eliminado (PINDYCK e RUBINFELD, 2006).

Conforme autor acima citado, embora o preço de algumas ações aumente enquanto outras diminuem, em algum grau, o mercado como um todo é positivamente correlacionado. Ou seja, as variações nas condições econômicas afetam o preço das cotas na mesma direção. No entanto, VARIAN (2003, p. 243), argumenta que “enquanto os movimentos dos preços dos ativos não forem correlacionáveis de maneira perfeita e positiva, haverá algum ganho na diversificação”.

2.2.2 Seguros

Para PINDYCK e RUBINFELD (2006, p. 142), pessoas com aversão a riscos estão dispostas a gastar parte de sua renda para evitá-los. Segundo o autor citado, “a aquisição de seguros garante que uma pessoa possa usufruir a mesma renda, havendo ou não a ocorrência de perdas”.

Segundo FORTUNA (2005, p. 443), o mercado de seguros “surgiu da necessidade que as pessoas e as empresas têm de se associar para suportar coletivamente as suas perdas individuais”. Sendo assim, “é possível, após o dano ou a perda (sinistro) de um bem anteriormente segurado e graças ao pagamento antecipado de uma quantia (prêmio) que represente uma pequena parcela do

referido bem segurado, receber uma indenização que permita a reposição integral desse bem" FORTUNA (2005, p. 443).

Para BROWNING e ZUPAN (2004), o indivíduo vive em mundo cheio de riscos e o seguro é um método capaz de minimizar sua exposição a estes. Sendo assim, em troca da promessa de compensação em caso de perdas, os indivíduos aceitam pagar um prêmio à seguradora.

É preferível para o indivíduo avesso ao risco ter um gasto certo, reduzindo assim sua disponibilidade de renda e utilidade total decorrente da renda disponível a correr o risco de sofrer perdas inesperadas que provocarão redução ainda maior em sua utilidade esperada. Ao adquirir um seguro o indivíduo sofre redução de renda, mas ganha a garantia de que sua renda permanecerá a mesma, ocorrendo ou não o sinistro.

No mercado de capitais é possível utilizar opções como forma de limitar as perdas decorrentes da variação excessiva dos papéis negociados. Neste caso, as opções podem ser consideradas como uma espécie de seguro. Esta prática específica será analisada no capítulo 6 neste trabalho.

3 TEORIA DA INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA

Os indivíduos tomam decisões baseadas em uma quantidade limitada de informações. Quanto melhor a qualidade das informações disponíveis, melhores serão as decisões tomadas pelos agentes e menores serão os riscos (PINDYCK e RUBINFELD, 2006).

Segundo MISHKIN (2000) a informação assimétrica trata do “conhecimento desigual que uma parte de uma transação tem a respeito da outra parte”. Conforme BYRNS & STONE (1997) “informação assimétrica ocorre quando as pessoas têm diferentes níveis de conhecimento sobre as circunstâncias de uma negociação”.

O mercado de capitais não está imune aos efeitos prejudiciais da informação assimétrica. Firms com problemas financeiros podem ser as mais ansiosas em lançar ações na bolsa para captar recursos. Já outras, podem sentir maior propensão a desenvolver projetos de risco elevado uma vez que têm acesso ao mercado de capitais.

A Teoria da Informação Assimétrica pode ser dividida em dois subitens: Seleção Adversa e Risco Moral. Este trata do problema criado pela assimetria depois que a transação ocorre. Já a Seleção Adversa ocupa-se de fatores pré-transacionais.

3.1 SELEÇÃO ADVERSA

Conforme BYRNS & STONE (1997) a seleção adversa ocorre quando “uma das partes da negociação sofre desvantagens inesperadas porque a outra parte ocultou informações antes de um contrato” [...] e acrescenta que, este problema ocorre se “uma parte tem informação superior ao término da negociação, resultando em perdas inesperadas para a outra parte”. Sendo assim, uma das partes de um contrato pode concordar com termos que seriam inaceitáveis se a informação fosse compartilhada igualmente entre os indivíduos envolvidos no acordo.

Segundo os autores *op cit*:

as estimativas de custos e benefícios esperados de um contrato tendem a ser não-viesadas se cada parte compartilha plenamente todas as informações disponíveis antes de alcançar um acordo final. Frequentemente, entretanto,

um lado pode ocultar ou distorcer informações para fortalecer sua posição na negociação. Isso pode pender para a fraude.

Para VARIAN (2003), o problema da seleção adversa, também chamado de informação oculta, se refere à situação em que um lado do mercado não pode observar plenamente a qualidade dos clientes ou dos produtos no outro lado do mercado. Essa informação distribuída de forma assimétrica pode causar problemas no mercado devido a desconfiança de uma parte em relação a outra resultando na realização de muito poucas transações.

Conforme MISHKIN (2000, p. 124), “pode ocorrer o caso em que o grau de honestidade dos gerentes de uma empresa só é de fato conhecido totalmente pelos próprios gerentes; ou que estes gerentes tenham mais informações do que os acionistas sobre o andamento de suas empresas”. Uma vez que a atuação destes gerentes desonestos pode interferir no bom funcionamento do mercado de capitais, alguns investidores podem decidir não mais realizar transações neste mercado.

AKERLOF (1970) exemplifica o problema da assimetria de informação utilizando-se do mercado de carros usados. Segundo o autor, após adquirir determinado veículo, passado certo período de tempo, seu proprietário pode formar uma boa idéia sobre a qualidade da máquina. Caso resolva vendê-lo, ele saberá se estará repassando um produto de boa ou má qualidade. Considerando um indivíduo que comprou um carro novo “X” e que ele atribuía a este uma probabilidade “q” de que “X” seria um bom veículo. Após certo tempo o indivíduo consegue formar uma idéia melhor sobre a qualidade do carro e este atribui uma nova probabilidade “q” para o evento “carro bom” e “1-q” para “carro ruim”. Esta nova estimativa é mais precisa em relação à primeira. Uma assimetria de informação surge neste ponto.

É evidente que um carro usado não pode ter o mesmo preço de um carro novo. Se assim fosse, seria vantajoso vender o carro usado considerado ruim e comprar um veículo novo cuja estimativa “q” é melhor. Todavia, máquinas usadas, sejam boas ou ruins, serão vendidas pelo mesmo preço, pois o comprador não possui informações apuradas sobre o real estado do veículo. Considerando que o preço de venda do usado é o mesmo, seja este um veículo bom ou ruim, é muito mais provável que os proprietários de máquinas ruins queiram vendê-las, enquanto os carros bons entrarão neste mercado em menor número. Os carros indesejáveis, portanto, são os que mais provavelmente estarão a venda e o percentual de carros usados bons, por sua vez, será cada vez menor dentre os veículos usados

ofertados. À situação acima descrita AKERLOF (1970) atribui a expressão *drive out*, ou seja, os carros ruins expulsam, fazem sair os carros bons do mercado.

No entanto, nem todos os carros usados que são postos a venda são carros ruins. Isto porque os indivíduos não vendem veículos só quando descobrem que estão diante de um produto de baixa qualidade, existem outras motivações. No mercado acionário a mesma situação ocorre. As empresas que abrem capital e lançam ações para serem negociadas em bolsa não estão necessariamente “vendendo abacaxis”. Todavia, abrir o capital não deixa de ser uma forma de distribuir o risco a um número maior de pessoas, sendo que estes novos investidores têm um conhecimento muito menor a respeito da situação da empresa investida se comparado ao conhecimento dos demais sócios.

3.2 RISCO MORAL

Para VARIAN (2003) risco moral, também chamado de perigo moral ou ação oculta, se refere às situações em que um lado do mercado não pode observar com precisão as ações do outro.

Segundo BYRNS & STONE (1997) “transações que envolvem o cumprimento de contratos no futuro criam riscos morais que podem frustrar as expectativas sobre custos e benefícios. A incapacidade de prever perfeitamente e controlar o comportamento futuro é a questão principal”. Os autores op *cit* acrescenta que “um risco moral ocorre quando uma das partes de um contrato pode inesperadamente aumentar os custos ou diminuir os benefícios da outra parte, a qual é incapaz de monitorar ou controlar as ações da primeira parte”.

A possibilidade de que o comportamento de determinado indivíduo, pessoa ou empresa, possa ser alterado após a assinatura de um contrato é um problema conhecido como risco moral. Este ocorre quando uma das partes apresenta ações que não podem ser observadas pelos demais envolvidos no contrato e que podem afetar a probabilidade ou a magnitude de um pagamento associado a um acontecimento. Se for possível monitorar o comportamento das partes pós-contrato é possível que um dos lados queira rever o contrato anteriormente firmado devido a alteração de comportamento da outra parte, quando esta ocorrer. Mas quando este acompanhamento não puder ser feito, as partes em geral podem antecipar suas expectativas do comportamento futuro e discutir as cláusulas contratuais já prevendo

as prováveis alterações nas variáveis relevantes envolvidas (PINDYCK & RUBINFELD, 2006).

Segundo o autor acima citado o risco moral não apenas altera o comportamento dos indivíduos, mas também cria ineficiência econômica porque altera a capacidade de os mercados alocarem eficientemente seus recursos.

Quando uma empresa tem grande disponibilidade de recursos de terceiros para desempenhar suas atividades, esta pode senti-se confiante a desempenhar projetos mais arriscados. Se uma empresa de capital aberto tem facilidade em captar recursos no mercado de capitais, esta companhia pode decidir por investir em áreas novas, das quais não têm experiência; pode ainda investir em produtos novos não tão rentáveis quanto os atuais; ou seja, sentir-se mais confiante a assumir riscos que seriam inaceitáveis sem a disponibilidade de crédito. A esta alteração de comportamento dá-se o nome de risco moral.

Indivíduos que estão dispostos a investir recursos em determinada empresa, esperam que esta seja segura e confiável. No entanto, após investirem na empresa, esta poderá alterar seu comportamento, o que poderia reduzir o grau de confiança por parte dos investidores. Se a alteração comportamental da companhia não puder ser verificada pelos investidores, tem-se a ocorrência de informação assimétrica.

3.3 INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA E A DEMANDA POR ATIVOS DE RISCO

Tanto a seleção adversa quanto o risco moral provocam redução do número de transações efetuadas no mercado de capitais. No entanto, a possibilidade de que existam diferentes níveis de conhecimento entre os participantes deste mercado não é suficiente para que este deixe de existir, uma vez que poucos são os indivíduos que têm aversão total a riscos. A aversão existe, mas de forma parcial, e somente aceitando certo nível de risco é que os indivíduos têm a possibilidade de conseguir retornos mais elevados.

Ao adquirir um ativo, os indivíduos esperam obter algum retorno. Seja um ativo isento ou não de risco, a expectativa é que o retorno seja capaz de exceder, no mínimo, a taxa inflacionária. Desta forma, o adiamento do consumo deve refletir em um poder de compra maior no futuro (PINDYCK e RUBINFELD, 2006).

No entanto, as informações disponíveis nem sempre são suficientes para que o investidor compre somente ativos que garantam realmente o aumento no poder de

compra. Informações incompletas permitem, apenas, a construção de expectativas em relação a tais retornos.

Segundo PINDYCK e RUBINFELD (2006), o investidor não pode saber com antecipação quais os retornos que os ativos apresentarão no futuro, uma vez que a maior parte dos ativos é de risco. O que o investidor tem em mente no momento da compra é o retorno esperado, ou seja, o retorno proporcionado em média.

Em determinadas situações o retorno esperado pode apresentar elevada discrepância em relação ao retorno efetivo, tanto de forma positiva quanto negativa. Quanto maior a possibilidade de haver diferença entre os retornos esperado e efetivo, diz-se que maior é o risco do ativo.

Segundo VARIAN (2003), o mercado de ações permite distribuir o risco. “O mercado de ações [...] permite sair da arriscada posição de ter toda a riqueza amarrada a uma única empresa” (VARIAN, 2003, p. 244). Neste sentido, o mercado acionário seria um mecanismo para os indivíduos reduzirem o risco sem que para isso sejam obrigados a aceitar um valor esperado menor para seus retornos.

Por outro lado, “os proprietários originais da empresa têm um incentivo para emitir ações a fim de distribuir seu risco entre um grande número de acionistas” (VARIAN, 2003, p. 244).

No mercado de ações um dos quesitos básicos para o seu bom funcionamento é a transparência: o conhecimento das regras e condições do mercado. A informação assimétrica, no entanto, faz parte do “jogo”. Um exemplo brasileiro foi o período de inflação elevada em que a obtenção de dados confiáveis e transparentes sobre as empresas era praticamente impossível (ANJOS, 2007).

Outro exemplo de assimetria de informação envolvendo ativos de risco no mercado brasileiro é a relação entre acionistas minoritários e majoritários. Para NOBREGA (2000), os acionistas minoritários, além de assumirem o risco natural decorrente da incerteza sobre o desempenho da empresa, ainda estão sujeitos ao risco decorrente da atividade dos sócios majoritários. Estes podem optar por decisões benéficas muito mais aos seus próprios interesses do que aos interesses da empresa como um todo. Ainda conforme NOBREGA (2000, p. 34), “em mercados avançados, o respeito aos minoritários, de modo que seu risco não seja substancialmente distinto dos demais acionistas da empresa, é uma característica fundamental, pois esses investidores representam a maioria dos capitais no mercado”.

4 FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL

“A maioria das pessoas tem aversão a riscos. Havendo escolha, elas preferem uma renda mensal fixa a outra que na média seja um pouco maior, mas que apresente flutuações aleatórias de mês para mês” (PINDYCK e RUBINFELD, 2006, p. 146).

Conforme os autores acima citados, um ativo de risco é aquele que oferece um fluxo monetário aleatório, ou seja, um retorno que não é conhecido com certeza antecipadamente. Por outro lado, ativos isentos de risco produzem fluxos monetários conhecidos antecipadamente.

Neste sentido, a grande maioria dos fundos de investimento está posicionada mais proximamente da classe dos ativos sem risco.

“Fundo de Investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros, autorizado pela legislação específica” (CVM, 2009, p. 5).

Segundo a CVM (2009, p.5):

Fundos de Investimento são condomínios constituídos com o objetivo de promover a aplicação coletiva dos recursos de seus participantes. São regidos por um regulamento e têm na Assembleia Geral seu principal fórum de decisões. Os Fundos de Investimento constituem-se num mecanismo organizado com a finalidade de captar e investir recursos no mercado financeiro, transformando-se numa forma coletiva de investimento, com vantagens, sobretudo, para o pequeno investidor individual.

Através da emissão de cotas, os fundos de investimentos reúnem aplicações de vários indivíduos para investimento em carteiras de ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais. O funcionamento dos Fundos de Investimento depende de prévia autorização do Conselho de Valores Mobiliários (CVM, 2009, p. 5).

Cada fundo possui um administrador a quem compete a realização de uma série de atividades gerenciais e operacionais. Estas atividades relacionam-se com os cotistas e seus investimentos, dentre as quais a gestão da carteira de títulos e valores mobiliários. A gestão da carteira do fundo pode, no entanto, ser terceirizada. Nestes casos uma pessoa física ou jurídica, denominada Gestor da Carteira, credenciada pela CVM, é contratada especialmente para esta finalidade (CVM, 2009, p. 6).

Todo fundo de investimento possui Prospecto e Regulamento, que devem, obrigatoriamente ser entregues ao cotista por ocasião de seu ingresso no Fundo (CVM, 2009, p. 6).

Segundo CVM (2009), aplicar em fundos de investimentos tem algumas vantagens:

- A reunião dos valores aplicados por cada indivíduo forma um valor suficientemente grande para ter acesso a modalidades de investimentos que não estariam ao alcance dos indivíduos isoladamente. Isto amplia as alternativas de investimento disponíveis;
- Diluição dos custos de administração dos recursos entre os participantes;
- Comodidade e segurança de ter os valores administrados por profissionais.

4.1 TIPOS DE FUNDOS

“A classificação dos Fundos de Investimento depende da composição da sua carteira de forma a permitir a fácil identificação dos objetivos definidos na política de investimento e facilitando a compreensão pelo investidor de suas características e riscos envolvidos” (CVM, 2009, p. 30).

A Instrução CVM nº 409, de 18/08/2004, prevê diversos tipos de fundos de investimentos. Tais fundos podem ser classificados conforme abaixo:

I – Fundo de Investimento de Curto Prazo:

Devem aplicar seus recursos exclusivamente em títulos públicos federais ou privados pré-fixados ou indexados à taxa SELIC ou a outra taxa de juros, ou títulos indexados a índices, com prazo máximo a decorrer de 375 dias, e prazo médio da carteira do fundo inferior a 60 dias, sendo permitida a utilização de derivativos somente para proteção da carteira e a realização de operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais.

II – Fundo de Investimento Referenciado:

Esses fundos devem identificar em sua denominação o seu Indicador de desempenho, em função da estrutura dos ativos financeiros integrantes das respectivas carteiras, desde que atendidas, cumulativamente, às seguintes condições:

- Tenha 80% no mínimo do seu patrimônio líquido representado, isolada ou cumulativamente, por:
 - a) Títulos de emissão do Tesouro Nacional e/ou do Banco Central do Brasil;
 - b) Títulos e valores mobiliários de renda fixa cujo emissor esteja classificado na categoria baixo risco de crédito ou equivalente, com certificação por agência de classificação de risco localizada no País;
- Estipulem que 95%, no mínimo da carteira seja composta por ativos financeiros de forma a acompanhar, direta ou indiretamente, a variação do indicador de desempenho (benchmark) escolhido;
- Restrinjam a respectiva atuação nos mercados de derivativos a realização de operações com o objetivo de proteger posições detidas à vista, até o limite dessas.

III – Fundo de Investimento de Renda Fixa:

Devem possuir no mínimo 80% da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados, via derivativos, aos principais fatores de risco da carteira, que são a variação da taxa de juros doméstica ou de índice de inflação, ou ambos.

IV – Fundo de Investimento de ações:

Devem possuir, no mínimo 67% da carteira em ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado ou em outros ativos autorizados na legislação.

V – Fundo de Investimento Cambial:

Devem possuir, no mínimo 80% da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados, via derivativos, ao fator de risco do fundo que é a variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial.

VI – Fundo de Investimento de Dívida Externa:

Devem aplicar no mínimo 80% de seu patrimônio líquido em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União, sendo permitida a aplicação de até 20% do patrimônio líquido em outros títulos de créditos transacionados no mercado internacional.

VII – Fundo de Investimento Multimercado:

Estes fundos possuem políticas de investimento que envolvem vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator especial ou em fatores diferentes das demais classes de fundos.

4.2 PERFIL DOS INVESTIMENTOS

Indivíduos “deparam-se constantemente com situações em que precisam decidir sobre qual o melhor investimento a ser executado” (BRASIL, 2006, p. 1). As principais opções de Fundos de Investimento existentes no Brasil estão na tabela abaixo:

TABELA 1 - PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL, 2009

data	FI Referenciado	FI Renda Fixa	FI Ações	FI Cambial	FI Dívida Externa	FI Multimercado	FI Curto Prazo
Jan	187.315.269	521.138.679	111.962.738	782.792	607.830	246.756.806	44.014.587
Fev	187.211.469	528.472.653	110.797.162	823.336	582.717	252.027.630	45.691.310
Mar	187.219.980	533.946.337	114.867.983	794.971	563.275	257.074.364	46.429.347
Abr	189.803.265	542.340.683	123.476.134	765.572	480.949	260.990.771	46.679.011
Mai	189.300.737	544.283.445	129.561.314	737.588	476.522	268.365.727	49.067.914
Jun	187.603.326	549.269.818	126.436.939	688.574	537.894	267.723.784	51.228.560
Jul	188.487.399	555.636.015	131.890.363	644.133	531.095	289.736.364	48.335.317
ago	191.117.409	566.768.388	134.536.967	662.822	511.514	297.464.565	48.117.262

FONTE: CVM, 2009.

NOTA: VALORES EM MILHARES DE REAIS.

De acordo com o patrimônio líquido de cada classe de Fundo, verifica-se que os Fundos de Renda Fixa são os que apresentam maior volume monetário.

Em relação ao número de cotistas, tem-se os seguintes valores:

TABELA 2 - NÚMERO DE COTISTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL, 2009

data	FI Referenciado	FI Renda Fixa	FI Ações	FI Cambial	FI Dívida Externa	FI Multimercado	FI Curto Prazo
Jan	36.962	149.245	2.714.349	395	592	133.341	24.639
Fev	37.242	148.960	2.706.892	380	525	134.728	24.258
Mar	36.990	147.751	2.689.549	367	499	136.480	24.202
Abr	36.909	204.817	2.682.521	357	465	142.331	24.711

Mai	36.542	190.437	2.681.200	336	446	149.519	23.844
Jun	35.559	180.687	2.700.745	311	415	149.169	23.025
Jul	35.480	173.573	2.682.359	312	401	150.652	22.956
Ago	35.494	171.786	2.672.994	316	374	160.315	22.917

FONTE: CVM

Verifica-se na Tabela 2 o grande número de cotistas em Fundos de Ações. Isto pode ser explicado pelo baixo valor monetário das cotas destes Fundos específicos.

Existem, ainda, os Fundos de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento. Conforme CVM (2009, p. 33), os FICs:

“devem manter no mínimo 95% de seu patrimônio investido em cotas de Fundo de Investimento de uma mesma classe, exceto os fundos de investimento em cotas classificados como Multimercado, que podem investir em cotas de fundos de classes distintas. Os 5% restantes de seu patrimônio podem ser mantidos em depósito à vista ou aplicados em:

- Títulos públicos federais;
- Títulos de renda fixa de emissão de instituição financeira; e
- Operações compromissadas, de acordo com a regulamentação específica do Conselho Monetário Nacional”.

Apresentam-se, na tabela abaixo, valores do patrimônio líquido dos principais tipos de FICs no Brasil:

TABELA 3 - PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS FICs NO BRASIL - 2009

data	FIC FI Referenciado	FIC FI Renda Fixa	FIC FI Ações	FIC FI Cambial	FIC FI Dívida Externa	FIC FI Multimercado	FIC FI Curto Prazo
Jan	118.937.720	222.763.098	12.828.695	504.299	240.644	187.759.224	39.386.478
Fev	119.173.580	226.254.800	12.488.916	504.124	239.610	186.222.831	41.288.827
Mar	117.805.508	230.563.648	12.979.354	508.216	233.103	187.056.166	41.030.186
Abr	118.359.394	233.653.168	13.863.637	498.811	221.591	189.571.195	40.417.802
Mai	119.890.359	237.362.293	15.276.079	428.714	309.854	196.966.264	42.107.374
Jun	121.000.485	240.558.482	14.882.560	497.808	372.648	201.384.270	43.369.294
Jul	121.899.446	237.672.492	15.966.510	463.334	371.629	206.168.459	41.847.179
Ago	122.303.323	242.276.118	17.085.463	477.864	357.457	211.537.096	41.608.603

FONTE: CVM

NOTA: VALORES EM MILHARES DE REAIS

Em relação ao número de cotistas, nos FICs persiste ainda a predominância das cotas em ações:

TABELA 4 - NÚMERO DE COTISTAS DOS FICs NO BRASIL, 2009

data	FIC Referenciado	FIC Renda Fixa	FIC Ações	FIC Cambial	FIC Dívida Externa	FIC Multimercado	FIC Curto Prazo
jan/09	1.841.828	1.510.575	2.469.803	8.754	1	290.706	646.763
fev/09	1.833.909	1.504.160	2.465.552	8.273	1	287.123	644.063
mar/09	1.819.929	1.502.646	2.451.485	8.139	1	280.906	645.725
abr/09	1.814.810	1.497.867	2.450.910	7.997	1	284.361	642.694
mai/09	1.815.019	1.494.538	2.454.741	7.697	1	293.160	643.521
jun/09	1.801.465	1.490.200	2.455.487	7.676	1	304.652	654.491
jul/09	1.792.652	1.493.504	2.454.034	7.651	1	315.356	669.191
ago/09	1.782.030	1.497.309	2.463.511	7.643	1	326.488	675.005

FONTE: CVM

Segundo ANBID (2009), o mês de agosto de 2009 encerrou-se com 8.384 Fundos de Investimentos no Brasil. A tabela abaixo apresenta o número de fundos das principais classes de fundos no Brasil:

TABELA 5 - NÚMERO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL, 2009

data	FI Referenciado	FI Renda Fixa	FI Ações	FI Cambial	FI Dívida Externa	FI Multimercado	FI Curto Prazo
jan/09	211	981	934	32	23	1.685	45
fev/09	213	995	939	30	21	1.720	44
mar/09	212	994	934	29	21	1.774	44
abr/09	221	1.007	937	29	21	1.837	44
mai/09	217	1.004	950	29	21	1.854	46
jun/09	212	1.036	954	28	21	1.868	42
jul/09	209	1.029	964	28	20	1.888	42
ago/09	210	1.031	973	28	19	1.912	42

FONTE: CVM

Já em relação aos FICs, tem-se:

TABELA 6 - NÚMERO DE FICs NO BRASIL, 2009

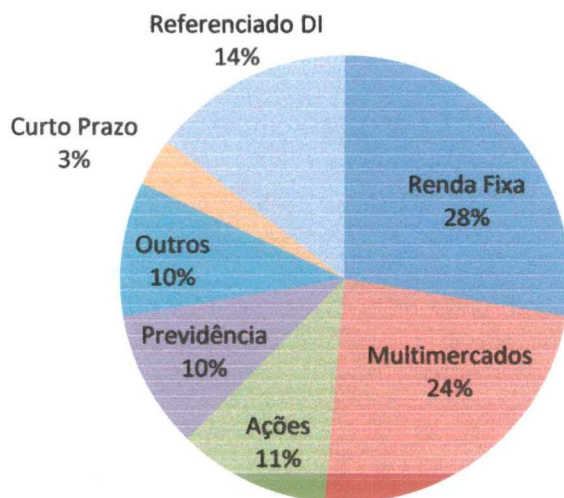
data	FIC Referenciado	FIC Renda Fixa	FIC Ações	FIC Cambial	FIC Dívida Externa	FIC Multimercado	FIC Curto Prazo
jan/09	277	396	294	27	1	2.941	71
fev/09	276	395	297	27	1	2.876	71
mar/09	276	401	294	28	1	2.818	72
abr/09	276	407	291	28	1	2.762	72
mai/09	274	409	292	29	1	2.749	73
jun/09	281	418	294	32	1	2.747	78
jul/09	281	422	297	32	1	2.725	77

ago/09	279	421	301	32	1	2.743	78
--------	-----	-----	-----	----	---	-------	----

FONTE: CVM

O gráfico abaixo sintetiza a distribuição do Patrimônio Líquido de cada classe de fundo de investimento no Brasil em agosto de 2009:

GRÁFICO 1 – DISTRIBUIÇÃO DO PL DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL, AGOSTO DE 2009



FONTE: AMBID

5 ENTRAVES AO DESENVOLVIMENTO DA BOLSA DE VALORES BRASILEIRA

"A fragilidade do mercado de capitais brasileiro não é recente. Nunca, na história do capitalismo brasileiro, o mercado de capitais cumpriu um papel proeminente, alavancando recursos para investimentos de alta intensidade de capital e longos prazos de maturação" (BARROS, 2000, p.5).

Neste capítulo, procura-se expor alguns dos empecilhos ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

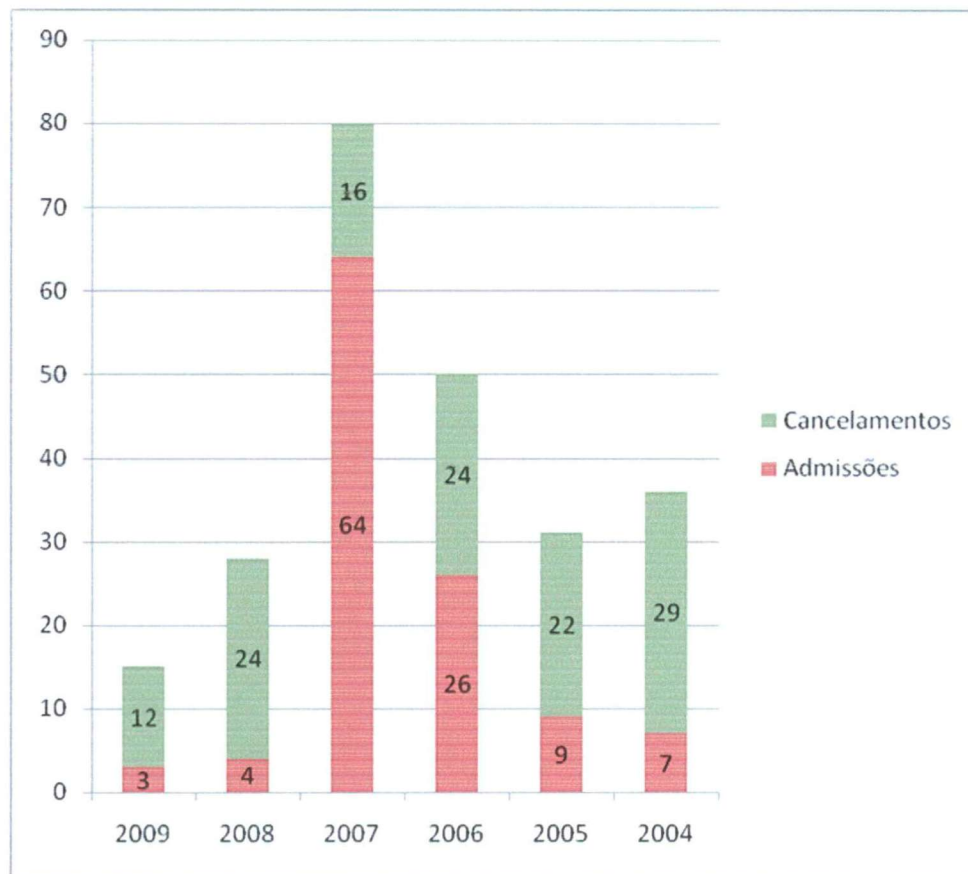
5.1 A BOLSA DE VALORES BRASILEIRA

As empresas de capital aberto utilizam a Bolsa de Valores para captar recursos. Verifica-se, no entanto, que no Brasil este mecanismo de captação ainda é pouco desenvolvido.

No gráfico a seguir, pode-se visualizar o número de empresas admitidas na Bovespa em comparação ao número de empresas com o registro cancelado de 08/10/2009 a 01/01/2004. Conforme os dados foram 127 cancelamentos e 113 admissões no período, o que resulta em uma média de 1,12 cancelamentos para cada admissão.

Verifica-se, no entanto, que de 2004 a 2007 há um crescimento contínuo no número de empresas listadas na Bolsa, com forte redução no ano de 2008. Apesar do crescimento contínuo de admissões de 2004 a 2007, apenas nos dois últimos anos deste período as admissões foram superiores aos cancelamentos.

GRÁFICO 2 – EMPRESAS ADMITIDAS X EMPRESAS CANCELADAS NA BOVESPA, 08/10/2009 a 01/01/2004.

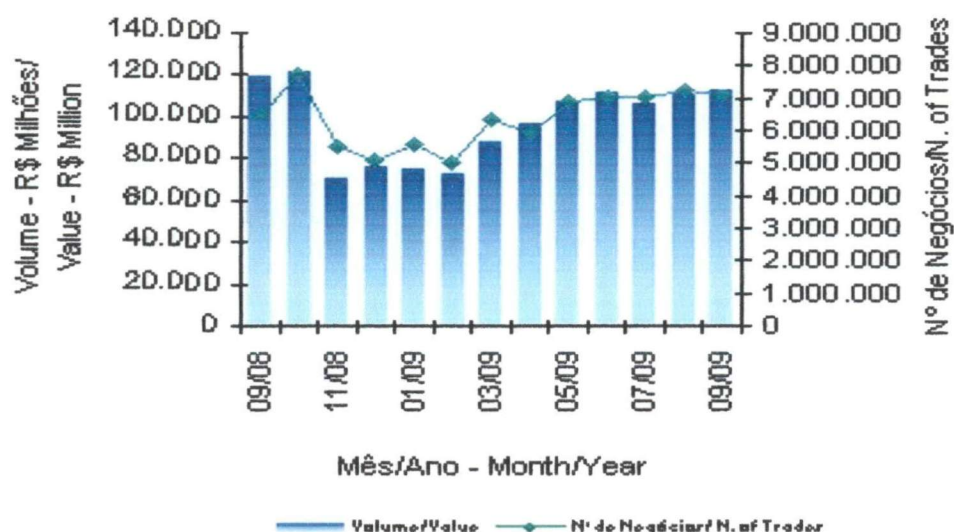


FONTE: BOVESPA

Segundo JUNIOR (2007), os cancelamentos ocorridos podem ser explicados pela ocorrência de fusões e aquisições e, também, pelos elevados custos decorrentes da manutenção em bolsa. “Muitas empresas que entraram com a intenção de captação de recursos para seus projetos, ao finalizar esta captação não suportaram os custos decorrentes de sua manutenção no mercado acionário” (JUNIOR, 2007, p. 33).

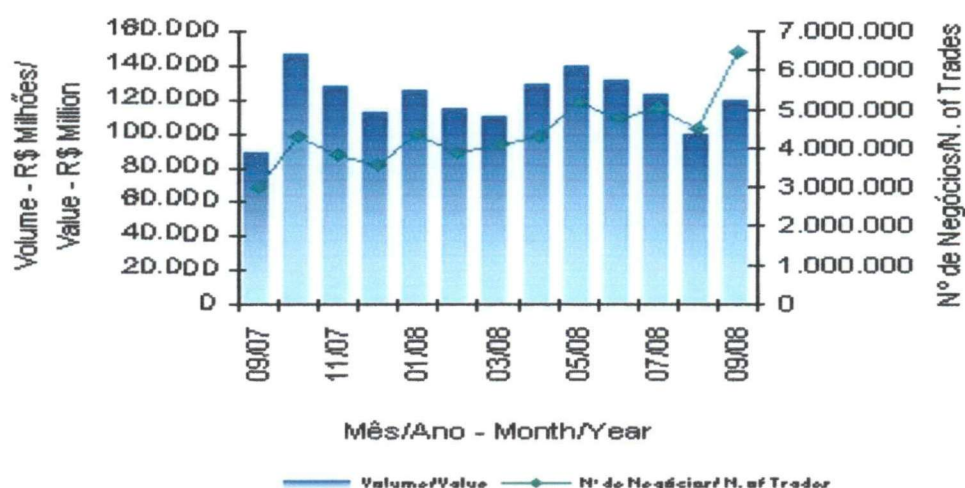
Outro possível comparativo para evidenciar o baixo desenvolvimento do mercado acionário brasileiro é o volume negociado e o número de negociações. No gráfico a seguir visualiza-se que tanto o volume quanto o número de negócios realizados na Bovespa estão estagnados nos últimos meses (dados até setembro de 2009). Ao analisar o gráfico 3 e 4, verifica-se que tanto volume de negócios quanto número de negociações não apresentam uma continuidade de crescimento.

GRÁFICO 3 – VOLUME E NÚMERO DE NEGÓCIOS REALIZADOS NA BOVESPA, 09/2008 a 09/2009.



FONTE: BOVESPA

GRÁFICO 4 – VOLUME E NÚMERO DE NEGÓCIOS REALIZADOS NA BOVESPA, 09/2007 a 09/2008



FONTE: BOVESPA

5.2 O EFEITO DA TAXA DE JUROS PARA O INVESTIMENTO

A taxa de juros interfere significativamente no nível de atividade verificado no mercado de ações.

Quanto mais elevada for a taxa de juros, um menor número de projetos de investimento serão viáveis e, conseqüentemente, menos empresas irão utilizar a Bolsa para captar recursos para realização destes possíveis investimentos. Conforme DORNBUSCH e FISCHER (2006, p. 129) “a taxa planejada ou desejada de investimento é menor quanto mais alta for a taxa de juros”. “Por outro lado, uma taxa de juros baixa torna os gastos com investimento lucrativos e, portanto, se reflete em um alto nível de investimento planejado” (DORNBUSCH e FISCHER, 2006, p. 129). Já para BLANCHARD (2005), o investimento depende basicamente de dois fatores: o nível de vendas e a taxa de juros. Quanto mais alta a taxa de juros menos propensa estará a empresa a investir.

No entanto, quanto maior a taxa de juros, aplicações em que o retorno é indexado aos juros básicos tornam-se mais atrativos. Sendo assim, o indivíduo que quer efetuar uma aplicação pode preferir investir seus recursos fora da Bolsa, uma vez que assume menores riscos e obtém, mesmo assim, retornos satisfatórios. Segundo CAVALCANTI e MISUMI (2002, p. 20), “o que motiva os acionistas é a expectativa de lucro, restando evidente que a expectativa é de que o lucro seja maior do que a taxa de juros praticada no mercado de crédito”.

Existe ainda, um terceiro fator envolvendo a relação entre taxa de juros e Bolsa de Valores. Segundo PFÜTZENREUTER (2008, p. 57), “o valor de um ativo é proporcional à sua capacidade de gerar renda”. Sendo assim, conforme autor acima citado, uma empresa com ações na Bolsa que paga em média \$100/ano em dividendos, se considerarmos uma taxa-base de juros de 12% ao ano, mais um prêmio de risco de 6% ao ano, a ação desta empresa deveria valer aproximadamente \$555,55, uma vez que 18% de \$555,55 é igual a \$100. No entanto, se a taxa-base de juros cair para 8%, por exemplo, mantendo-se constante as demais variáveis, inclusive o retorno médio de \$100/ano, o preço da ação deveria elevar-se para \$714,28 (\$100 dividido por 0,14). “É por isso que a Bolsa sobe quando o juro cai, e vice-versa” (PFÜTZENREUTER, 2008, p. 59).

Na tabela 7 a seguir, verifica-se que o Brasil ocupa a segunda posição dentre os países com as mais elevadas taxas de juros reais do mundo no período de outubro de 2007 a setembro de 2008.

TABELA 7 - RANKING DAS MAIORES TAXAS DE JUROS REAIS DO MUNDO, 2008

RANKING	PAÍS	TAXA ANO (%)
1	Austrália	5,6
2	Brasil	5,3
3	Turquia	4,6
4	China	2,8
5	Hungria	2,6
6	México	2,4
7	Colômbia	1,9
8	Alemanha	1,2
9	Polônia	1,1
10	França	1,1
11	Hong Kong	1,1
12	Holanda	1,0
13	Portugal	1,0
14	Taiwan	0,4
15	Áustria	0,4
16	Itália	0,3
17	Canadá	0,3
18	Argentina	0,1
19	Inglaterra	0,0
20	Dinamarca	0,0

FONTE: UPTREND CONSULTORIA ECONÔMICA LTDA

NOTA: TAXA DE JUROS DOS ÚLTIMOS 12 MESES DESCONTADA A INFLAÇÃO DOS ÚLTIMOS 12 MESES (OUT/07 – SET/08)

O elevado patamar dos juros reais no Brasil é preocupante, uma vez que a taxa de juros afeta consideravelmente a atividade econômica como um todo. Por outro lado, é uma ferramenta utilizada no combate à inflação, motivo pelo qual a SELIC mantém-se em níveis tão elevados.

5.3 CUSTOS DE ABERTURA DE CAPITAL E MANUTENÇÃO DO CAPITAL ABERTO NO MERCADO DE AÇÕES

O processo de abertura de capital das empresas tem como motivação principal o acesso a recursos para financiamento de projetos de investimento. Outro fator é a redução do risco. Segundo a BOVESPA, companhias abertas são menos afetadas pela volatilidade econômica e, ao abrir o capital, as empresas estão elevando a liquidez de seu patrimônio, permitindo inclusive, que os sócios diversifiquem seus investimentos em várias empresas.

No caso de aquisições de outras companhias as empresas de capital aberto podem ser beneficiadas. Para BOVESPA, “como as aquisições podem consumir uma grande quantia de recursos que podem não estar disponíveis em caixa, empresas de capital aberto são beneficiadas pela alternativa de realizar aquisições pagas com suas ações, sem precisar descapitalizar a empresa”.

No entanto, o processo de abertura de capital envolve custos elevados. A tabela abaixo apresenta os valores referentes aos possíveis custos de uma emissão pública de ações no montante de R\$100 milhões. Os valores são apenas uma simulação, uma vez que cada abertura de capital pode incorrer em custos específicos e representam uma emissão realizada ao menor custo possível.

TABELA 8: SIMULAÇÕES DE CUSTOS DE EMISSÃO PÚBLICA DE AÇÕES NO BRASIL

Discriminação	Racionalização de custos	Emissão tradicional
Custos incorridos na preparação do processo de abertura de capital mediante emissão de ações		
Serviços legais - ofertante	100	150
Serviços legais - líder	0	80
Auditoria inicial - padrão contábil brasileiro	120	150
Auditoria - comfort letters	30	30
Publicações da emissão (c)	45	62
Taxa de registro - CVM	83	83
Apresentações ao mercado (road show)	12	20
Prospecto da emissão	12	30
Diversos	15	40
Sub-Total	417	645
Custos adicionais incorridos quando da efetiva distribuição de ações		
Publicações da emissão (d)	4	6
Comissões de underwriting	3.500	3.500
Auditoria - padrão contábil internacional (e)	150	180
Sub-Total	3.654	3.686
Total Geral	4.072	4.331

Preparação do processo de emissão de ações	10%	15%
Adicionais quando da efetiva distribuição de ações	90%	85%

FONTE: BOVESPA

NOTA: VALORES EM MIL REAIS

Considerando uma empresa que consiga abrir capital com o menor custo possível, estima-se que este custo seja de aproximadamente R\$4 milhões.

Além dos custos referentes à emissão de ações, existe ainda o custo de manutenção da condição de companhia aberta. Valores simulados abaixo:

TABELA 9: SIMULAÇÃO DOS CUSTOS ANUAIS DE MANUTENÇÃO DA CONDIÇÃO DE CIA. ABERTA NO BRASIL

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

FONTE: BOVESPA

Os elevados custos de abertura de capital e manutenção desta condição representam, portanto, uma barreira ao desenvolvimento do mercado acionário brasileiro. Segundo JUNIOR (2007, p. 43), são “poucas as empresas com capacidade para abrir seu capital na bolsa, visto que o Brasil ainda se caracteriza por um grande volume de pequenas e médias empresas, predominantemente de cunho familiar”.

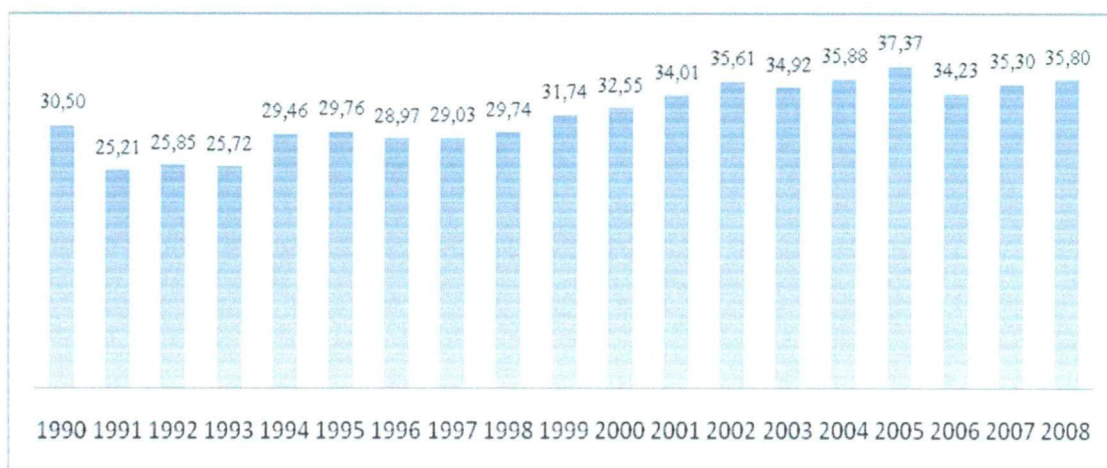
No entanto, para grandes empresas, a alternativa de financiamento via mercado de capitais pode significar redução no custo de crédito. Segundo BOVESPA, “inúmeros dirigentes de companhias abertas têm relatado o impacto positivo da decisão de abertura de capital em seu custo de capital, em função da melhoria no relacionamento e na percepção que credores, investidores e fornecedores têm sobre a empresa”.

Desta forma, o que de fato parece ocorrer ainda no Brasil, é que a decisão de abrir ou não o capital está muito mais relacionada às possibilidades de obtenção de recursos no sistema bancário. Uma vez que este não é mais capaz de atender à demanda da empresa, a necessidade de obtenção de recursos acaba por tornar a abertura de capital uma opção não apenas viável, mas necessária à continuidade dos investimentos da companhia.

5.4 TRIBUTAÇÃO

A carga tributária brasileira está entre as mais elevadas do mundo. De acordo com o gráfico a seguir, em 2008 os tributos representaram 35,80% do PIB.

GRÁFICO 5 – CARGA TRIBUTÁRIA EM % DO PIB NO BRASIL, 1990 a 2008



FONTE: RECEITA FEDERAL

Ao analisar o período de 1990 a 2008 constata-se crescimento da carga tributária em relação ao PIB. O período inicia-se com a carga em 30,50% do PIB e eleva-se 5,30 pontos percentuais até 2008, uma variação de mais de 17%.

Em relação aos dois últimos anos, dados do IBGE e da Receita Federal do Brasil indicam um crescimento do PIB de 11,25%, enquanto a arrecadação tributária bruta elevou-se 14,70%.

TABELA 10 - CARGA TRIBUTÁRIA BRUTA NO BRASIL, 2007 e 2008

Componentes	2007	2008
Produto Interno Bruto	2.597,61	2.889,72
Arrecadação Tributária Bruta	901,84	1.034,40
Carga Tributária Bruta	34,72%	35,80%

FONTE: RFB E IBGE

NOTA: VALORES EM BILHÕES DE REAIS

De acordo com os dados da Tabela 10, tanto o PIB quanto a arrecadação tributária aumentaram de 2007 para 2008. A elevação da arrecadação é algo esperado quando ocorre crescimento do PIB, uma vez que o valor monetário dos tributos é influenciado pelo nível de atividade produtiva do país. No entanto, o crescimento é maior no campo tributário, permitindo afirmar que houve elevação da carga tributária.

No que tange o mercado de capitais, segundo Nobrega apud ANJOS (2007), a tributação tem como efeito básico o aumento dos custos de transações e a redução da liquidez.

Quanto maiores os custos inerentes à atividade negociada em Bolsa, menos atrativa esta se torna aos investidores. O alto custo das transações afasta investidores e impede que transações menos rentáveis sejam realizadas, uma vez que não seriam capazes de cobrir os custos.

Para Fragelli e Koyama apud ANJOS (2007, p. 28), “a incidência de impostos sobre as operações de captação de recursos e concessão de empréstimos constitui uma distorção introduzida pelo governo sobre a livre formação de um preço, a taxa de juros”. Uma vez que a tributação ocorre tanto para o tomador quanto para o poupador, os tributos desestimulam a poupança, o investimento e, conseqüentemente, o crescimento econômico.

Um dos principais custos existentes no mercado de ações é o imposto de renda. Atualmente, a alíquota é de 15% sobre o lucro líquido para ações, opções, mercados futuros, mercado a termo e clubes de investimento. “Se o total de vendas no mês com ações for inferior a R\$20 mil, não importa o lucro obtido, haverá isenção

de impostos" (HISSA, 2008, p. 181). Aplica-se esta isenção somente para ações (à vista). No caso de operações Day-trade, a alíquota eleva-se para 20% sobre o ganho líquido e não há qualquer tipo de isenção referente a volume de vendas.

6 ALTERNATIVAS PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO

A atuação governamental é tema de amplas discussões no Brasil. O tamanho do Estado, que para alguns deveria ser “o menor possível”, para muitos parece que deveria ser, no mínimo, suficiente para garantir as necessidades básicas de toda população.

A intenção deste estudo não é discutir a magnitude do Estado, no entanto, em uma época de elevada carga tributária e gastos governamentais é possível questionar o papel do Estado como instituição capaz de desenvolver o mercado de ações nacional.

Nesta seção apresentam-se alternativas para a atual atrofia do mercado de ações brasileiro: a atuação governamental e o controle dos riscos.

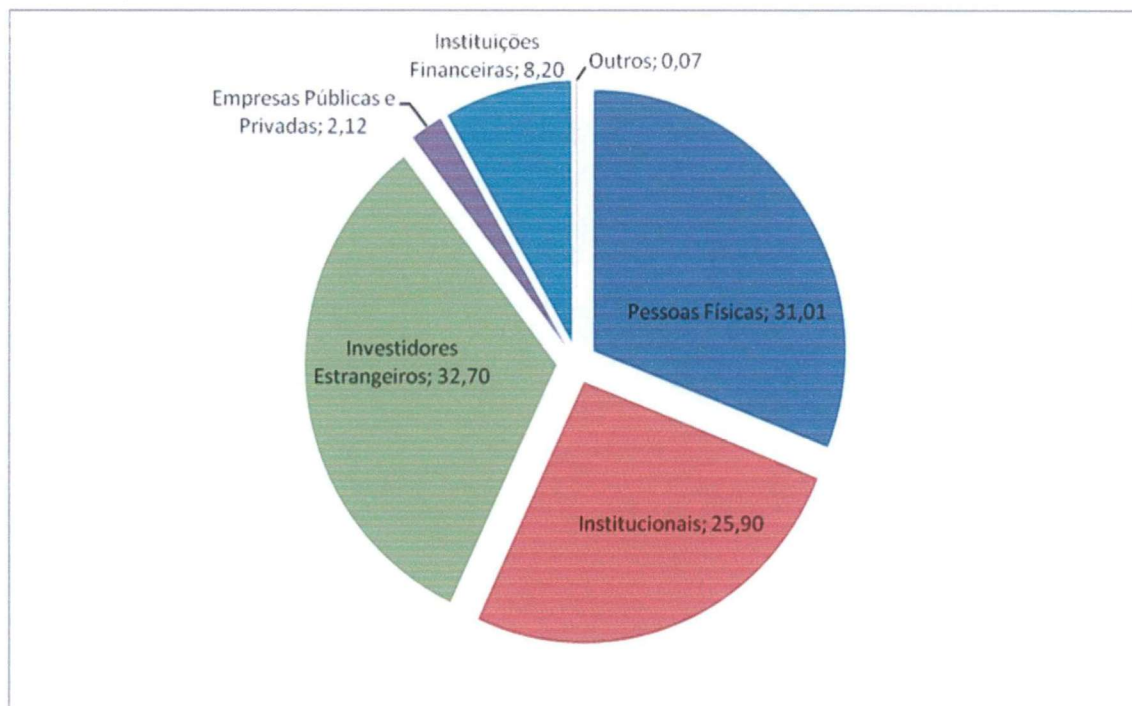
6.1 ATUAÇÃO DO GOVERNO NO MERCADO DE AÇÕES

Pouco risco e muito retorno estariam presentes no cenário ideal dos investidores. Mas o que aparentemente ocorre ainda no Brasil é a aversão ao risco empurrando os investidores para aplicações com retornos menos variáveis.

A participação dos investidores brasileiros na Bovespa prova que aplicar em ações ainda é algo menos apreciado pelos investidores brasileiros do que em relação aos investidores do resto do mundo. Segundo dados da BOVESPA, a maior fatia do volume de negócios realizados na Bolsa brasileira pertence a investidores estrangeiros, 32,70% do total em setembro de 2009. Considerando-se apenas o mercado a vista, este percentual seria ainda maior, 35,70% do volume total em setembro de 2009.

Conforme os dados apresentados no gráfico a seguir, são três os maiores investidores em ações no Brasil: estrangeiros, pessoas físicas e institucionais (companhias seguradoras, fundos mútuos e fundos de pensão e de seguridades).

GRÁFICO 6 - PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES NO VOLUME DE NEGÓCIOS DA BOVESPA, 09/2009



FONTE: BOVESPA

Para que o atual panorama de atrofia do mercado acionário seja alterado, a ação do Estado torna-se uma poderosa ferramenta. Muitos são os métodos para promover o desenvolvimento necessário, a seguir apontam-se alguns:

6.1.1 Juros

A política monetária, em especial as movimentações da taxa básica de juros, interfere significativamente no mercado de capitais. O COPOM (Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil) é o órgão que estabelece as diretrizes da política monetária e define a meta da taxa de juros. Apesar da necessidade de se utilizar a SELIC como forma de combater a inflação, muitos economistas defendem novos cortes nos juros. Isto porque acreditam que o temor em relação a inflação está sobrevalorizado.

Neste sentido, o governo pode favorecer o desenvolvimento do mercado de ações no Brasil mantendo o atual padrão de cortes na taxa básica de juros.

6.1.2 Tributação

Atualmente o governo isenta de imposto de renda as vendas mensais de até R\$20 mil para investidores pessoas física no mercado à vista. A isenção não existe para os demais mercados, como opções e futuros, e tão pouco para investidores pessoas jurídica.

Um exemplo da ação governamental com a intenção de se modificar o padrão dos investimentos dos brasileiros é a recente decisão de tributar os valores acima de R\$50 mil aplicados em poupança. A criação desta nova tributação teve como motivação manter o rendimento dos fundos de investimento acima do rendimento da poupança, uma vez que as seguidas reduções da taxa básica de juros aproximaram poupança e fundos em relação aos retornos financeiros.

Teoricamente, espera-se que um maior volume de recursos seja destinado não somente aos fundos mas também ao mercado de ações, reflexo do novo tributo. Todavia, a intenção do governo não era o desenvolvimento do mercado acionário.

Estenderem-se os valores de isenção de imposto de renda para investidores pessoas jurídica e demais mercados, além do mercado à vista, seriam atitudes benéficas à elevação da liquidez do mercado.

Outro fator discutível é a isenção limitada a apenas R\$20 mil. O lote padrão de algumas ações negociadas na BOVESPA supera este valor. É o caso, por exemplo, das ações da empresa OGX Petróleo e Gás Participações S.A. No pregão de 09/10/2009 o lote padrão de ações desta empresa chegou a ser negociado a mais de oito vezes o valor máximo de isenção.

6.1.3 Abertura de capital

Conforme dados apresentados no capítulo 5 deste estudo, o custo de abertura de capital para as empresas é elevado. Para uma emissão pública de ações no montante de R\$100 milhões, estima-se que o custo mínimo seja de R\$4 milhões. Existe ainda, o custo de manutenção da condição de empresa aberta. Segundo dados da BOVESPA, uma empresa de grande porte tem um custo anual de aproximadamente R\$1,3 milhões para manter-se na condição de empresa de capital aberto.

Os elevados custos de abertura de capital e manutenção da condição de empresa aberta representam uma barreira a muitas empresas que desejam ter acesso ao mercado de ações para captar recursos financeiros.

Isenção de impostos é algo complexo pois tem impacto direto nas receitas do governo e obriga este a reduzir gastos. No entanto, uma possível compensação, total ou parcial, dos custos das empresas referentes à abertura de capital poderia ocorrer por meio de isenção de impostos. Isto encorajaria novas empresas a entrarem no mercado acionário.

6.1.4 Empréstimos bancários

A existência de um setor bancário forte, capaz de suprir as necessidades de crédito das empresas, independente do porte destas, é algo que também inibe a busca de recursos no mercado de ações.

Alguns exemplos recentes comprovam que mesmo empresas que já possuem capital aberto e com elevada liquidez de seus ativos negociados em bolsa, ainda buscam recursos no sistema bancário e não no mercado de ações. É o caso da Petrobras S.A.. Segundo FONTES (2008), a Petrobrás emprestou R\$ 2 bilhões da Caixa Econômica Federal no ano de 2008 e em 2009, segundo RADAR INDUSTRIAL (2009), o empréstimo foi de US\$ 10 bilhões do Banco de Desenvolvimento Chinês.

É evidente que o sistema bancário é de fundamental importância para a atividade empresarial. Sem o crédito bancário a sobrevivência de muitas empresas brasileiras seria comprometida. No entanto, o caso citado acima, referente aos empréstimos da Petrobras realizados no sistema bancário, exemplifica o potencial não aproveitado do mercado de ações. Neste sentido, a atuação governamental pode ser decisiva para o aproveitamento deste potencial. Restringir o crédito bancário à empresas com capacidade de captação de recursos na bolsa de valores por meio de regulamentações ao setor podem promover a elevação do número de ofertas de ações e contribuir com o desenvolvimento do mercado acionário.

6.1.5 Fundos de investimento

Conforme informações do capítulo 4 deste estudo, alguns fundos de investimento possuem valores aplicados em títulos negociados em bolsa. É o caso dos fundos de investimento de ações que devem obrigatoriamente possuir, no mínimo, 67% da carteira em ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado ou em outros ativos autorizados na legislação.

Considerando-se os valores expressivos aplicados nos fundos de ações, um saldo de mais de R\$134 bilhões em agosto de 2009, o percentual mínimo de 67%, se redefinido a maior, promoveria significativa entrada de recursos na bolsa de valores.

Pode-se ainda imaginar a alteração da atual legislação referente à classificação dos fundos, ampliando a obrigatoriedade dos fundos em investir parte de seu patrimônio em ativos negociados em bolsa. Se o valor mínimo obrigatório representar um pequeno percentual da composição total do fundo, o rendimento variável pouco irá interferir nos retornos do fundo. No entanto, devido ao elevado montante financeiro que os fundos de investimento movimentam no Brasil, os novos valores destinados à negociação em bolsa seriam capazes de elevar a atual liquidez do mercado de ações brasileiro.

No caso dos fundos de renda fixa, se 5% do patrimônio destes fundos fosse destinado ao mercado de ações, isto representaria uma entrada de aproximadamente R\$30 bilhões nos negócios realizados em bolsa.

6.2 CONTROLE DO RISCO

Apesar de existirem diversos fatores que inibem o desenvolvimento do mercado de ações brasileiro, inevitavelmente, a grande barreira ainda parece ser o padrão de aversão ao risco demonstrado pelos indivíduos. Se existisse inclinação ao risco, é evidente que os investidores fariam suas aplicações na bolsa de valores, onde encontrariam retornos esperados mais elevados em comparação à poupança e aos fundos de investimento.

No entanto, a aversão ao risco existe e para que as incertezas não afastem totalmente os investidores mais cautelosos, alguns mecanismos de controle do risco podem ser utilizados.

6.2.1 Capital protegido

Opções exercem grande fascínio sobre os investidores pelo seu grande potencial de valorização. Mas também podem ser extremamente perigosas, especialmente quando utilizadas para especulação. O mercado de opções não gera riqueza nova, ou seja, para uns ganharem, outros têm de perder (PFÜTZENREUTER, 2008).

Existe, no entanto, outra utilidade para as opções: redução do risco. Esta redução do risco pode ser obtida através da limitação da possível variação do preço da ação.

A opção, quando utilizada para proteção do capital investido em ações, faz o papel de seguro. Na prática, este método de proteção funciona da seguinte maneira:

- Compra de 1 ação;
- Compra de 1 opção de venda.

A opção de venda permite que o seu proprietário venda a ação a um valor predeterminado, se assim desejar. Se o preço da ação subir, a opção vence e o seu proprietário não deverá exercê-la. Por outro lado, se o preço da ação cair, exerce-se a opção de venda e reduz-se a eventual perda decorrente da queda do valor da ação.

Neste tipo de proteção, o lucro permanece ilimitado, uma vez que a proteção independe da magnitude das variações do mercado.

Mas é evidente que existe um custo para se ter esta proteção: o prêmio pago pela opção de venda. Para que o custo não seja demasiadamente elevado, a alternativa é adquirir a opção de venda com um longo prazo de vencimento. Isto barateia o prêmio em relação ao prazo do seguro.

6.2.2 POP Bovespa

“Com o intuito de fortalecer o processo de popularização dos negócios realizados em Bolsa de Valores, mais especificamente para o mercado de ações, a

Bolsa de Valores de São Paulo lançou, em 9 de fevereiro de 2007, um novo serviço chamado de Proteção do Investimento com Participação e apelidado de POP” (PIAZZA, 2008, p. 165).

Segundo BOVESPA “O POP (Proteção do Investimento com Participação) é um produto de renda variável, negociado na BOVESPA, que proporciona uma proteção contra eventuais perdas (desvalorização) do investimento em ações em troca de uma participação nos potenciais ganhos desse investimento”.

Para PIAZZA (2008, p. 165), “o POP tem como objetivo dar mais segurança aos investimentos em ações, protegendo o investidor totalmente ou parcialmente, para o caso de uma eventual queda nos preços dos ativos”.

Funciona da seguinte forma: de acordo com o nível de proteção definido pelo investidor, “se a ação cair, ele recebe o valor do capital protegido, cobrindo assim o risco correspondente à desvalorização. Em contrapartida, se a ação subir, o aplicador abre mão de uma parte do lucro obtido com a valorização do papel” (BOVESPA).

Para PFÜTZENREUTER (2008, p. 168), “o POP BOVESPA é um tipo de operação de capital protegido, onde vendemos algumas opções de compra para financiar a compra das opções de venda”. Desta forma protege-se o capital dando em contrapartida parte do rendimento caso o mercado suba.

Conforme PFÜTZENREUTER (2008), o funcionamento prático ocorre da seguinte forma:

- Compra de 10 ações;
- Compra de 10 opções de venda (com strike levemente acima do atual preço da ação);
- Venda de 2 ou 3 opções de compra (com strike abaixo do atual preço da ação).

Se a ação subir, as duas ou três opções de compra vendidas serão exercidas pelos respectivos compradores, desta forma o investidor ficará com sete ou oito ações originais, no entanto, valorizadas pela alta dos preços.

Se o preço da ação cair, as opções de compra deixarão de existir (não serão exercidas) e o investidor exercerá as opções de venda, recuperando assim o capital.

Para PIAZZA (2008), a Trava é um mecanismo de proteção do capital já utilizado no Brasil e bastante semelhante ao POP. A Trava é uma combinação de opções de ações capaz de reduzir o risco das operações. A diferença principal da trava em relação ao POP é que o próprio investidor deve montar sua combinação de opções, enquanto no POP isto é feito de forma automática.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O desenvolvimento de um mercado de capitais nacional forte passa pela necessidade de elevação dos níveis de investimento e poupança interna. Verifica-se, no entanto, que os investidores internacionais ainda são responsáveis pela maior fatia do volume de negócios realizados em bolsa de valores no Brasil. Esta dependência de recursos internacionais, além de demonstrar o reduzido nível de poupança interna, interfere significativamente nas questões cambiais, deixando pequena margem para que o governo possa manipular a valorização ou desvalorização da moeda nacional de acordo com a necessidade de favorecer setores específicos para que estes ganhem competitividade no mercado internacional. Todavia, sejam nacionais ou internacionais ou recursos, para o mercado de capitais, quando maior o volume negociado em bolsa, maior será o seu desenvolvimento.

Se por um lado os estrangeiros visualizam o mercado de ações brasileiro como um dos mais favoráveis mundialmente, aparentemente os investidores nacionais ainda são demasiadamente receosos quanto a esta classe de aplicação. O mercado acionário nacional ainda não foi capaz de promover um rompimento da barreira existente nos indivíduos quanto ao comportamento de aversão ao risco. Para tanto, faz-se necessária a propagação dos métodos de proteção do capital investido em bolsa, uma vez que estes métodos permitem a captação de recursos mesmo de indivíduos menos tolerantes ao risco.

O elevado nível da taxa de juros básica permite que os investidores formem poupança fora da bolsa e mesmo assim obtenham retornos satisfatórios. Já as empresas nacionais têm seus investimentos inibidos uma vez que projetos viáveis tornam-se mais escassos quanto mais elevada for a taxa de juros e, assim, menos recursos são captados em bolsa.

Tem-se ainda, outro entrave quanto ao lançamento de ações no mercado acionário nacional: o elevado custo de abertura de capital. Os valores necessários para efetivação do lançamento de ações em bolsa são demasiadamente elevados. O perfil das empresas nacionais, muitas vezes de cunho familiar, permite a apenas algumas poucas companhias a participação rentável no mercado acionário. Ainda em relação a custos e despesas, tem-se a tributação, das maiores dentre todos os países do mundo.

Portanto, visualiza-se a atuação governamental como capaz e de fundamental importância para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. A manutenção do padrão de queda da taxa de juros; elevação dos valores de negociação em bolsa isentos de imposto de renda; ampliação desta isenção aos investidores pessoas jurídicas; uma possível compensação tributária às empresas que abrirem seu capital para negociação de papéis em bolsa de valores; reestruturação da política de crédito à grandes empresas via sistema bancário e a elevação do percentual das cotas dos fundos de investimentos aplicadas em ativos negociados em bolsa, são possíveis ações e determinações do Estado capazes de interferir no mercado de capitais e promover seu desenvolvimento.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, G. A. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n. 3, Aug., p. 488-500, 1970.

ANJOS, C. R. dos; **O baixo desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil**. Curitiba, 2007. 55 p. Monografia (graduação em ciências econômicas) – Departamento de Economia, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO. *Boletim Fundos de Investimento*. v. IV, n. 41, set., 2009. Disponível em: http://www.anbid.com.br/documentos_download/fundos_investimentos/boletins_mensais/Boletim_ago09.pdf. Acesso em 06 out. 2009.

BARROS de J. R. M. *et al.* **Desafio e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: BOVESPA, 2000.

BLANCHARD, O. *Microeconomia*. 3 ed. São Paulo: Pearson, 2005.

BRASIL. **Análise de alternativas de investimento considerando os efeitos do risco: simulação por Hipercubo Latino**. XIII Congresso Brasileiro de Custos. Belo Horizonte-MG. 30 de outubro a 01 de novembro, 2006. Disponível em: <http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/cbc5.pdf>. Acesso em 06 de outubro de 2009.

BROWNING, E. K.; ZUPAN, M. A. *Microeconomia: teoria e aplicações*. 7 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2004.

BYRNS, R. T.; STONE, G. W. *Macroeconomia*. São Paulo: Makron Books, 1997.
BOVESPA. **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 outubro de 2009.

_____. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em: setembro/outubro de 2009.

_____. **Mercado de capitais**. Disponível em <http://www.bovespa.com.br/pdf/merccap.pdf>. Acesso em outubro de 2009.

CAVALCANTI, F.; MISUMI, J. Y.; **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O que são fundos de investimento?** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 19 set. 2009.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. *Macroeconomia*. 5 ed. São Paulo: Pearson, 2006.

EATON, B. C.; EATON, D. F. *Microeconomia*. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 1999.

FONTES, C. **Tasso: empréstimo à Petrobras não é corriqueiro**. Estadão, Brasília, 27 de novembro 2008.

HISSA, M.; **Sobreviva na bolsa de valores: um roteiro para acumular capital com ações e renda variável**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 16 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

JUNIOR, H. M.; **Problemas atuais no desenvolvimento do mercado de ações no Brasil**. Curitiba, 2007. 74 p. Monografia (graduação em ciências econômicas) – Departamento de Economia, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

LOPREATO, F. L. C.; **A política fiscal brasileira: limites e entraves ao crescimento**. Campinas: 2007.

MANSFIELD, E.; YOHE, G. **Microeconomia**. 11 ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

MISHKIN, F. S. **Moedas, bancos e mercados financeiros**. 5 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

NOBREGA, MAILSON et al. **O mercado de Capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil**. 2000. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/pdf/relatorio2.pdf>. Acesso em outubro de 2009.

PIAZZA, M. C.; **Bem vindo à bolsa de valores**. 7 ed. São Paulo: Novo Conceito Editora, 2008.

PFÜTZENREUTER, E. **Investindo no mercado de opções: aprenda a operar na Bolsa de Valores com segurança e controle dos riscos**. São Paulo: Novatec Editora, 2008.

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. **Microeconomia**. São Paulo: Makron Books, 1994.

_____. **Microeconomia**. 6 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006.

RADAR INDUSTRIAL. **Petrobras empresta US\$10 bilhões de banco chinês**. Radar Industrial, 20 de maio de 2009.

VARIAN, H. R. **Microeconomia: princípios básicos**. 7 ed. Rio de Janeiro: Campus, 2003.