



PROJETO DE PESQUISA BNDES-FECAMP - 2008/09
INSTITUIÇÕES EXECUTORAS: IE/UNICAMP E IE/UFRJ

PERSPECTIVAS DA INDÚSTRIA FINANCEIRA BRASILEIRA E
O PAPEL DOS BANCOS PÚBLICOS

SUBPROJETO: MERCADO DE TÍTULOS BRASILEIRO
EQUIPE: IE/UFRJ
COORDENAÇÃO: FERNANDO J. CARDIM DE CARVALHO (IE/UFRJ).

SEGUNDO RELATÓRIO

Rio de Janeiro, Agosto de 2009

CAPÍTULO I

COMPORTAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS:

PERSPECTIVAS TEÓRICAS

Equipe: Fernando J. Cardim de Carvalho, Jennifer Hermann, Rogério Sobreira

I.1. DETERMINANTES DO PRÊMIO DE LIQUIDEZ	3
I.1.1. Introdução	3
I.1.2. O Conceito de Liquidez	6
I.1.3. Liquidez e Mercados Secundários	10
I.1.4. Mensuração	14
I.1.5. Conclusão: Liquidez e segurança sistêmica	15
I.2. DEMANDA E OFERTA DE TÍTULOS NO MERCADO DE CAPITAIS: DELIMITAÇÃO DO MARCO TEÓRICO DA ANÁLISE	16
I.2.1. A Demanda por Títulos.....	17
II.2.2. A Oferta de Títulos	20
Referências Bibliográficas	27

CAPÍTULO II

MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO:

ANÁLISE DAS CAUSAS E CONDICIONANTES DA EVOLUÇÃO RECENTE (2004-08)

Equipe: Jennifer Hermann; Paula Marina Sarno; Maria Isabel Busato; Mauro Santos Silva;
Norberto Martins; Anna Carolina dos Reis.

II.1. Introdução.....	28
II.2. Papel do ambiente institucional, macroeconômico e externo: uma abordagem preliminar.....	30
II.3. O PAPEL DO MERCADO EXTERNO NA EVOLUÇÃO RECENTE DO MAB: FLUXOS DE CAPITAL E COMPORTAMENTO DO MERCADO ACIONÁRIO INTERNACIONAL	33
II.3.1. Introdução.....	33
II.3.2. Fatos Estilizados do período 1995-2003.....	35
II.3.3. A Expansão Recente do MAB entre 2004 e 2008: do ciclo de expansão produtiva e financeira mundial à crise do sub-prime	39
II.4. PAPEL DO AMBIENTE MACROECONÔMICO NA EVOLUÇÃO RECENTE DO MAB.....	47
II.4.1. Introdução	47
II.4.2. - Breve Análise do Período 1994-2003	49
II.4.3 - O Período 2004-08	51
II.4.3.1. A relação do Brasil com o resto do mundo.....	51

II.4.3.2. A condução da política macroeconômica	54
II.4.3.3. O crescimento econômico.....	59
II.4.4. Sumário.....	61
II.5. PAPEL DO AMBIENTE INSTITUCIONAL NA EVOLUÇÃO RECENTE DO MAB:REGULAMENTAÇÃO, AUTO-REGULAÇÃO, TRIBUTAÇÃO E POLÍTICA FINANCEIRA	62
II. 5.1. Introdução.....	62
II. 5.2. Regulação de Proteção à Integridade e à Eficiência do Mercado	62
II.5.2.1 Direitos dos acionistas minoritários e harmonização contábil	62
II.5.2.2 - Iniciativas voltadas à estabilidade/segurança do mercado	65
II. 5.3 - Regulação Tributária	69
II.5.3.1 Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira - CPMF.....	69
II.5.3.2 Imposto de Renda.	70
II.5.3.3 Tributação por Imposto de Renda em remunerações pagas mediante juros	72
sobre o capital próprio.....	72
II. 5.4. Regulação de Acesso de Investidores Não Residentes.....	73
II.6. UMA AVALIAÇÃO DOS RISCOS DA EVOLUÇÃO RECENTE DO MAB (2004-2008)	81
II.6.1. Introdução	81
II.6.2. Indicadores de Concentração, Liquidez, Volatilidade e <i>Turn-over</i> do Mercado.....	81
II.6.2.1. Indicadores de concentração	81
II.6.2.2. Indicadores de liquidez	84
II.6.2.3. Volatilidade	90
II.6.3. Risco e Níveis de Governança Corporativa	94
II.6.3.1. Introdução	94
II.6.3.2. Notas metodológicas	95
II.6.3.3. Composição do IGC	96
II.6.3.4. Capitalização Bursátil	99
II.6.3.5. Liquidez	101
II.6.3.6. Valorização.....	103
II.6.3.7. Volatilidade	105
II.6.4. Concentração e Liquidez no MAI	107
II.6.4.1. Indicadores de concentração	107
II.6.4.2. Indicadores de Liquidez	110
II.6.5. Sumário.....	113
II.7. RELAÇÕES ENTRE OS BANCOS PÚBLICOS E O MAB	114
II.7.1. Objeto de Análise	114
II.7.2. Notas Metodológicas	115
II.7.3. Indicadores do Crédito Público no Período 1995-2008.....	116
II.7.4. Sumário.....	120
II.8. SUMÁRIO E CONCLUSÕES: O PERFIL DE EXPANSÃO DO MAB NO PERÍODO 2004-08.....	121
Referências	125

CAPÍTULO I
COMPORTAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS:
PERSPECTIVAS TEÓRICAS

I.1. DETERMINANTES DO PRÊMIO DE LIQUIDEZ

I.1.1. Introdução

No relatório anterior, observamos que, quando as condições permitem, a substituição de operações de financiamento realizadas através da concessão de crédito pela colocação de títulos pode ser vantajosa para as firmas tomadoras. Como mostra a literatura, as condições são relativamente restritivas. A mais importante delas é que a informação necessária para que o financiamento seja obtido possa ser tornada pública, o que implica exigências tanto do lado da firma que emite os papéis, quanto do investidor que os adquire. Pelo lado da firma, é preciso que ela esteja disposta a tornar suas operações transparentes para os potenciais investidores (o que, naturalmente, as torna transparentes também para seus competidores), que suas regras de governança sejam suficientemente estáveis para que esses potenciais investidores possam avaliar os riscos a que ela se expõe, que suas garantias sejam mais concretas e objetivas que aquelas que poderiam eventualmente ser aceitas por uma instituição bancária que tenha um conhecimento relativamente íntimo da empresa, resultado de um relacionamento mais durável. Além disso, a empresa tem de estar pronta para suportar as variações no humor do mercado que se refletirão em diferentes valores atribuídos seja ao capital da firma (no caso de emissão de ações), seja ao valor da sua dívida. Variações nesses valores são interpretadas como resultantes de cambiantes visões seja da lucratividade esperada da firma (no preço das ações), seja do seu risco de crédito (no preço dos seus títulos de dívida).

Pelo lado do investidor também são necessárias novas atitudes, especialmente no que se refere a riscos. A percepção de que perdas são não apenas possíveis, já que são o outro lado da moeda dos ganhos mais elevados, a habilidade de manter as vistas voltadas para o horizonte de aplicação, evitando decisões orientadas pela volatilidade de curto prazo, e a capacidade de implementar suas próprias políticas de hedge, através da diversificação ou do investimento na coleta de informações sobre os setores específicos a cujo financiamento se dedica, são fundamentais para que mercados de títulos possam emergir e se consolidar. A experiência de outros países indica que o caminho para essa qualificação do investidor consistiu principalmente na criação de esquemas coletivos de investimento, os investidores

institucionais. A coleta dos fundos de investidores individuais em uma única entidade permite o aproveitamento das economias de escala e escopo nas atividades de coleta de informações e monitoramento dos diversos tomadores e também na política de diversificação de aplicações, que é o meio mais comum de se proteger investimentos.

Mas também há requisitos a cumprir pelo lado do próprio mercado. A teoria econômica mais convencional tende a “naturalizar” mercados, concebidos como simples lócus de encontro entre compradores e vendedores de uma dada mercadoria. Mercados modernos, no entanto, são conjuntos complexos de instituições construídas para viabilizar transações, em que a noção intuitiva, que enfatiza o aspecto espacial (local onde se desenrolam os “leilões” que encarnam o conceito de troca da teoria convencional), é talvez a de menor relevância, particularmente no caso de mercados financeiros. Características de maior importância referem-se, por exemplo, à infra-estrutura que sustenta as transações (o que inclui os sistemas de reconhecimento de obrigações, validação de contratos, liquidação e pagamentos, transferência de propriedade, custódia, etc). Essa infra-estrutura dificilmente emergirá espontaneamente. Em especial, a criação de instituições que permitam a solução de conflitos entre as partes contratantes envolve a definição de regras e a criação de instâncias reconhecidas pelas partes que tenham o poder de determinação de soluções. O apelo constante às instituições de estado em caso de conflito tenderia a prolongá-los, reduzindo a eficiência operacional desses mercados. Outro requisito não-trivial é a criação de linguagem e métodos de mensuração que permitam a comunicação entre os participantes do mercado e a adequada avaliação da informação recebida. Nesse item, conta-se tanto a necessidade de utilização de sistemas de registros adequados, em particular no que se refere a métodos contábeis, quanto a existência de instituições especializadas na interpretação da informação, como no caso de empresas de *rating*.¹ A crise financeira iniciada em 2007 ressaltou a importância de ambos os fatores: a inadequação dos sistemas contábeis atualmente em uso para dar conta das variações de valor dos ativos e a também inadequada definição de papéis e métodos de avaliação características da ação recente de empresas de *rating*.

A ênfase na importância da organização de mercados adequados para a sustentação de transações financeiras leva, finalmente, à identificação do último grupo de requisitos para o desenvolvimento de mercados de ativos, qual seja o papel do Estado. Por esse lado, o principal requisito é a definição de sistemas de regulação de supervisão financeira adequados, que garantam o bom funcionamento das instituições, sem impor custos de obediência que sejam tão pesados que aumentem o custo de capital para os tomadores alem

¹ Sobre o papel e a evolução de empresas de *rating*, veja-se Levich, Majnoni e Reinhart (2002)

do suportável. No caso de mercados de capitais, tradicionalmente, a ênfase da regulação tem sido a proteção da integridade dos mercados. Essa ênfase não se justifica apenas pela preocupação com a proteção de investidores em situações de assimetria de informações (tanto tomadores de recursos quanto intermediários financeiros detêm informações inacessíveis em princípio ao investidor, especialmente no que se refere a riscos de crédito), mas também pela garantia de segurança sistêmica, como a crise ora em andamento ilustrou dramaticamente. Flutuações excessivas nos mercados de papéis podem levar ao colapso de instituições financeiras, à paralisia do sistema de crédito e, finalmente, à crise econômica. A auto-regulação pelos próprios participantes do mercado, nessas condições, pode ocupar um espaço muito limitado, sendo inescapável a responsabilidade do estado pela prevenção de riscos, especialmente no que tange a riscos sistêmicos. Mas também cabe ao estado a garantia de obediência a regras, para o que é necessária não apenas a definição da regulação apropriada, mas também a criação de instituições supervisoras aparelhadas para coibir comportamentos condenados.

Esses quatro grupos de exigências constituem os requisitos mínimos necessários para a emergência e operação eficaz de mercados de capitais. O quarto requisito, concernente à participação do estado como regulador e supervisor financeiro, na verdade, refere-se a qualquer mercado financeiro, inclusive o de crédito. Os três primeiros, no entanto, referem-se de modo mais direto a mercados desintermediados. *No caso de cumprimento dessas condições*, mercados de capitais podem oferecer algumas vantagens, reduzindo o custo de capital para tomadores, especialmente no caso de empresas buscando financiamento para a atividade produtiva e de investimento. Mercados bem organizados podem reduzir *custos de transação*, especialmente pela eliminação do risco de crédito do intermediário, já que nesses mercados instituições financeiras deixam de interpor seu balanço entre tomadores e investidores finais, tendo sua função transformada da intermediação para a promoção de negócios.² O segundo fator de redução é o aumento do *prêmio de liquidez* que pode acompanhar o crescimento do mercados de capitais, especialmente pela tendência comum de surgimento de mercados secundários (organizados ou não).

² Naturalmente, a instituição financeira pode ainda sem expor a riscos de crédito no caso de investimento em carteira própria. Nesse caso, contudo, a instituição joga o mesmo papel de outros investidores, sem qualquer especificidade institucional, exceto no que se refere a possíveis impactos secundários no caso de sofrer perdas com seus ativos. É por essa última razão, a preocupação com efeitos secundários, que se costuma impor restrições regulatórias ao investimento em carteira própria por instituições financeiras, especialmente as que tenham importância sistêmica. Esses riscos, contudo, nada tem a ver com a dicotomia intermediação/desintermediação de que se trata aqui.

No primeiro relatório observou-se que o aumento do prêmio de liquidez característico de ativos transacionados em mercados de capitais reduz o retorno monetário exigido por investidores para completar uma operação de financiamento, mas transferiu-se uma discussão mais aprofundada dos elementos que viabilizam essa redução para este segundo relatório parcial. É exatamente essa discussão que é feita no que se segue.

Liquidez é um conceito complexo, a começar por sua própria definição. A avaliação da liquidez de um dado ativo se apóia em hipóteses sobre comportamentos de outros participantes, instáveis por natureza. Essa instabilidade pode, porém, em certas condições, ser limitada, permitindo ao detentor do ativo a manutenção de expectativas com relação à sua conversibilidade, que é o elemento que sustenta o seu prêmio de liquidez. Por essa razão, na seção seguinte, iniciaremos pela tentativa de conceituação adequada do atributo de liquidez, recorrendo a algumas fontes clássicas para a sua compreensão. A seção III será dedicada ao elemento a que se atribui a principal responsabilidade pela determinação do prêmio de liquidez de um dado ativo, que é a existência de mercados secundários para esse mesmo ativo. Em seguida, na seção IV, discutiremos problemas de mensuração do prêmio de liquidez. Finalmente, na seção V, algumas considerações conclusivas são apresentadas, especialmente no que tange ao problema da segurança sistêmica na presença de mercados de capitais ativos e importantes.

I.1.2. O Conceito de Liquidez

Em sua definição mais simples, liquidez refere-se à possibilidade de disposição de um ativo quando desejado por seu detentor. Em uma economia monetária, o poder de disposição se refere à conversibilidade de um ativo em moeda, isto é, a facilidade com que esse ativo pode ser vendido. A conversibilidade do ativo é um atributo positivo aos olhos do investidor porque suas decisões de acumulação de riqueza são tomadas em condições de incerteza do futuro. O investidor pode precisar realizar despesas inesperadas, o que pode não ser possível caso sua riqueza esteja acumulada sob forma de ativos ilíquidos, isto é, de difícil conversão em moeda. O investidor pode, por outro lado, arrepender-se da decisão tomada quanto à composição do seu portfólio e preferir reconstruí-lo caso o curso dos acontecimentos prove que suas hipóteses a respeito do rendimento de seus investimentos eram falsas. Novamente, a possibilidade, nesse caso, de livrar-se de um ou mais ativos retidos em carteira para que ela possa ser reconstituída com um perfil mais adequado à informação recebida a posteriori também representa um ganho a priori para o investidor.

O atributo de liquidez, portanto, representa uma espécie de seguro para o detentor de ativos. O valor desse seguro para o investidor é determinado pela facilidade de disposição esperada no momento de sua aquisição e da importância atribuída por esse investidor a esse fator. Quanto maior for a incerteza percebida pelo investidor relativa ao horizonte temporal relevante, maior será o valor atribuído ao poder de disposição que esse ativo ofereça.

Como observado por Keynes, “[o] poder de disposição sobre um ativo durante um período pode oferecer uma conveniência ou segurança potenciais, que não é igual para ativos de diferentes tipos, ainda que os próprios ativos tenham um valor inicial igual. Não há nada, por assim dizer, para mostrar por esse fator no final do período sob a forma de produto; no entanto, é alguma coisa pela qual as pessoas estão prontas a pagar alguma coisa.” (Keynes, 2007: 226)

Keynes ilustra tanto a importância quanto as consequências deletérias da liquidez de um ativo com o papel da Bolsa de Valores. (idem, pp. 150/151). A facilidade de *saída* de um investimento, criada pela existência da Bolsa, aumenta a disposição de investidores em se associar à atividade empresarial, mesmo, ou especialmente, naqueles casos em que o indivíduo fazendo o investimento não tenha qualquer grau de *animal spirits*. Adiantando a discussão da próxima seção, Keynes mostra que a liquidez do ativo é aumentada pela existência de mercados secundários, dos quais a Bolsa é apenas um exemplo. O papel do mercado secundário é transformar compromissos arriscados de *longo* prazo em compromissos de *curto* prazo, já que o investidor pode se livrar do investimento antes que ele alcance sua plena maturidade (e a redução do prazo de comprometimento é uma das

facetas mais importantes do conceito de liquidez). Assim, se “existem mercados organizados de investimento ... um investidor pode legitimamente se encorajar com a idéia de que o único risco que corre é aquele de uma mudança genuína nas condições *no futuro próximo*, ... Investimentos que são ‘fixos’ para a comunidade se tornam assim ‘líquidos’ para o indivíduo.” (Keynes, 2007: 152/3, grifos no original)

A redução dos horizontes de compromisso do investidor não se dá sem custos. O principal deles é a criação de novos fatores de instabilidade, já que a possibilidade de saída de um investimento anterior à sua maturação cria uma nova frente de especulação. Se existem mercados secundários organizados para um ativo, investidores podem adquiri-lo não pela antecipação de lucros da operação da empresa, mas pela possibilidade de revender o ativo no futuro próximo. Em outras palavras, investimentos podem ser motivados não pela sua efetiva rentabilidade esperada, mas pela expectativa de que o ativo possa ser revendido no mercado secundário por um preço superior ao pago. Keynes distingue mesmo os conceitos de empresa e especulação através dos seus móveis: a decisão empresarial é movida pela expectativa de lucro gerado pela maturação bem-sucedida do investimento, a especulação é movida pela expectativa de valorização do ativo em mercados secundários.³

De qualquer forma, o ponto central do argumento é que a facilidade de saída aumenta a atratividade da entrada. Com a criação de mercados secundários, investimentos podem ser realizados por pessoas comuns, ou com sua participação, sem elas precisem ter um *animal spirits* especial, ou o espírito empresarial descrito por Schumpeter.

Mas, o que significa *poder de disposição*? É intuitivamente óbvio que definir esse poder apenas pela facilidade de venda não representa o atributo adequadamente. Qualquer ativo pode ser transferido com facilidade e rapidez se o seu detentor aceitar um preço suficientemente baixo por ele. No limite, é concebível que se disponha de um ativo simplesmente livrando-se dele, jogando-o fora, como se faz com, por exemplo, bens de consumo durável quando o seu proprietário julga que nada poderia ser obtido pela sua venda. Rapidez de disposição apenas não torna um ativo líquido. O investidor espera que o valor obtido pela sua venda seja pelo menos próximo ao pago pela sua aquisição, descontados, naturalmente, elementos normais de perda. Novamente, a probabilidade de revenda sem perdas de um ativo qualquer tende a aumentar com o tempo disponível para encontrar o comprador ideal.

³ É nesse contexto que Keynes desenvolve sua famosa imagem do “concurso de beleza” para descrever o comportamento de expectativas auto-referentes que se tornou lugar comum da literatura sobre expectativas e um dos mais importantes conceitos de crítica a hipóteses como a de expectativas racionais. Sobre o concurso de beleza, veja-se Keynes (2007: 156).

É claro, portanto, que o prêmio de liquidez de um ativo, isto é, o valor dado pelo investidor ao poder de disposição sobre esse ativo, é um conceito bidimensional: a liquidez do ativo é tanto maior quanto mais rápida for sua venda a um preço que não implique perdas excessivas ao seu detentor. Essa abordagem bidimensional foi proposta por Keynes (1971: 59).

Colocado nesses termos, é necessário reconhecer imediatamente que liquidez é uma questão de grau, mais do que de existência ou não.⁴ Essa percepção é colocada com clareza por Rowan em sua discussão do Relatório Radcliffe:

“Para começar, liquidez é o atributo de um ativo. Todos os ativos são líquidos. Alguns, porém, são bem mais líquidos do que outros. A moeda, por definição, é perfeitamente líquida.” (Rowan, 1973: 237)

Pela mesma razão, Hicks (1967: 36) sugeriu que os ativos fossem classificados em três classes em modelos macroeconômicos, ao invés da dicotomia usual entre moeda e títulos. Na abordagem de Hicks, seriam identificados ativos plenamente líquidos (*fully liquid*), mais ou menos líquidos (*more or less liquid*) e muito ilíquidos (*quite illiquid*). No primeiro grupo, o prêmio de liquidez seria o principal atributo do ativo, que seria um veículo privilegiado para a demanda de ativos por razões precaucionárias, no segundo o prêmio de liquidez seria um fator a ser pesado frente a outros atributos do ativo e no terceiro caso o prêmio de liquidez seria completamente irrelevante, sendo a demanda pelo ativo explicada exclusivamente por seus rendimentos monetários esperados.

Liquidez, em suma, refere-se à possibilidade, avaliada ex-ante, isto é, no momento de aquisição de um ativo, de revenda caso o comprador assim venha a desejar. Em outras palavras, a liquidez de um ativo depende da demanda de reserva por esse ativo, ou seja, daquela demanda que se pode assumir como “normal” ou “permanente” pelo item de que se trate. Quanto maior a demanda de reserva por um ativo, maior será seu prêmio de liquidez, porque mais forte será a expectativa de revenda rápida e sem perdas pelo seu comprador. O conceito de liquidez se apóia, portanto, diretamente em hipóteses a respeito do funcionamento do mercado secundário para aquele ativo particular. Ativos líquidos são

⁴ Ao contrário do que pensam alguns, Keynes afirmou essa característica de forma clara: “[c]omo um rodapé ao dito acima, pode valer a pena enfatizar o que já foi afirmado antes, nomeadamente, que ‘liquidez’ e ‘custos de carregamento’ são ambos uma questão de grau; e que é apenas por ter o primeiro em alto grau em relação ao segundo que estabelece a peculiaridade da ‘moeda’.” (Keynes, 2007: 239). Esse ponto é explorado e aprofundado por Kaldor (1980: 17/58). Alguns intérpretes de Keynes tenderam a ver liquidez como um atributo exclusivo da moeda, em parte iludidos pela estrutura de agregação em que a Teoria Geral se apóia (com um ativo monetário e um ativo não-monetário), em parte por confundir a teoria da preferência pela liquidez com a teoria da demanda por moeda, o que, em si, também é uma confusão comum, induzida pela incapacidade de identificar a agregação utilizada. A respeito das escolhas feitas por Keynes com relação à estrutura de agregação em seu modelo da Teoria Geral, veja-se Leijonhufvud (1968).

aqueles cujos mercados secundários são julgados capazes de absorver, sem variações significativas de preços, aumentos de oferta (se e quando o investidor pretender dispor deles). Essa capacidade é tanto maior, quanto mais raro for o ativo, no sentido econômico, isto é, quanto maior for a demanda, ao preço “normal”, em relação à oferta daquele ativo.

Novamente, Keynes chamou a atenção para a importância dessa relação: “[o] atributo de ‘liquidez’ não é de modo algum independente da presença dessas duas características [elasticidades de produção e substituição do ativo nulas ou negligíveis]. É improvável que um ativo cuja oferta possa ser facilmente aumentada ou cujo desejo por ele possa ser facilmente desviado por uma mudança em preços relativos possua o atributo de ‘liquidez’ na mente dos proprietários de riqueza.” (Keynes, 2007: 241, rodapé 1)

Mas não é apenas em termos da possibilidade de revenda que a liquidez de um ativo deve ser avaliada. A conversibilidade do ativo significa ganhar acesso a moeda pela alienação do ativo. A alienação pode ser definitiva, como na revenda, mas pode também ser temporária, como no caso da colateralização de empréstimos ou utilização em operações de recompra. A alienação temporária não é independente, na verdade, da definitiva. Classes específicas de ativos são aceitas como colaterais de empréstimos ou em operações de recompra precisamente quando o emprestador compartilha a avaliação do tomador de que o ativo dado em garantia poderia ser realizado rapidamente sem perdas significativas de valor em caso de *default* do tomador. Desse modo, a existência de mercados secundários capazes de absorver o ativo sem demora e sem prejuízos permanece como a condição fundamental de existência de um prêmio de liquidez elevado mesmo quando o seu detentor não planeja vendê-lo, mas sim utilizá-lo como colateral.

1.1.3. Liquidez e Mercados Secundários

A operação de mercados secundários capazes de garantir um prêmio de liquidez significativo para um dado ativo envolve um conjunto complexo de requisitos. No entanto, mesmo o cumprimento desses requisitos não é suficiente para assegurar o funcionamento do mercado em quaisquer circunstâncias. De fato, é frequentemente o caso que o mercado deixe de operar exatamente quando a demanda por liquidez é mais alta, como, novamente, a crise financeira iniciada em 2007 demonstrou.

A condição central para a operação sustentada de mercados secundários de ativos é a divergência de expectativas, a variedade de opiniões sobre o futuro. É esta divergência que explica a coexistência de vendedores e compradores. Para cada vendedor que espera uma queda futura no valor do ativo que detém, deve haver um comprador com a opinião oposta.

Quando as expectativas convergem, há apenas vendedores ou apenas compradores. Os preços dos ativos tenderão a zero ou a infinito, respectivamente, nesses casos.

Portanto, liquidez não existe no agregado. Um dado ativo é líquido apenas porque seu detentor tem a expectativa de que algum outro participante do mercado estará disposto a abrir mão da liquidez que possui, comprando o ativo quando este for colocado à venda, permitindo que o atual detentor se aposse daquela liquidez. Mercados normalmente extremamente líquidos podem se tornar repentinamente totalmente ilíquidos quando ninguém se dispõe a adquirir o ativo de que se trate.

Quando todos os compradores privados se retraem, os mercados passam a depender do criador último de liquidez, o Estado, que pode criar moeda e usá-la para adquirir ativos. Se o Estado se mantiver ausente, no entanto, o colapso não pode ser evitado. Desse modo, não se pode perder de vista que mercados secundários, essenciais para conferir liquidez a ativos comercializáveis, são bastante frágeis e estão sujeitos ao colapso repentino toda vez que o contexto implicar o consenso de opiniões entre os participantes.

Por outro lado, a emergência de mercados secundários está longe de ser espontânea ou se constituir numa questão trivial. Como observado na seção 1, mercados são conjuntos complexos de instituições e procedimentos, cuja criação e operação envolvem custos não-desprezíveis. Sua operação, porém, é marcada pela existência de economias de escala, já que os custos fixos de constituição do mercado são muito maiores que os custos marginais de operação das estruturas, uma vez que elas estejam criadas. Por isso, quanto maior for o volume normal de transações, menor será o custo de transações, já que o custo mais importante, o fixo, poderá ser rateado por um número maior de operações.

Assim, o exame da viabilidade de criação de mercados secundários para ativos específicos deve se apoiar, inicialmente, nas características do próprio ativo.⁵ Como explicado por Davidson (1972: 87): “[a]fim de que existam mercados à vista e futuros bem organizados, a mercadoria deve possuir certas características, nomeadamente: (1) o bem deve ser um artigo de demanda geral; (2) a mercadoria deve poder ser padronizada; (3) deve haver um alto grau de substitutibilidade entre itens novos e velhos; (4) o estoque existente deve ser relativamente grande em relação aos fluxos anuais; (5) o bem deve ser durável; e (6) ele deve ser avaliável em relação ao volume. Além disso, a continuidade de mercados, em um mundo incerto, requer (7) a existência de uma instituição financeira que ‘faz’ o mercado agindo como um *comprador ou vendedor* residual quando necessário.” (ênfase no original)

⁵ A referência clássica para as características dos produtos para os quais mercados secundários podem ser criados é Kaldor (1980: 17/58). Veja-se também Carvalho (1992: 86/7), para uma apresentação mais sintética desses elementos.

A importância dada por Davidson à existência de *market makers* remete a discussão ao que é atualmente explorado na literatura como *Microestrutura de Mercado*.⁶ Nessa literatura, diferentes estruturas são descritas de modo a identificar suas implicações para o funcionamento do mercado, especialmente com referência à capacidade de “descobrimento” de preços e liquidez. Nesse sentido, são examinados os tipos de mercado, como mercados de leilão e mercados intermediados (*dealer markets*) onde preços de compra e venda (*bid and ask prices*) são estabelecidas por *market makers*, mercados de voz e mercados eletrônicos, formas de colocação de ordens de compra e venda, participação de negociantes, regras de procedência, anonimidade, infra-estrutura (no sentido explorado na seção 1), etc.

Todos esses fatores influenciam a liquidez do mercado, mas uma dicotomia de particular importância atualmente opõe mercados eletrônicos aos mercados de voz, especialmente pela participação diferenciada de *dealers* neles. Muito embora seja possível a participação ativa de *dealers* em mercados eletrônicos, a expansão desses últimos tem levado a uma redução do número de *market makers* e do volume de capital disponível para manter cotações. Apesar das vantagens oferecidas pelos mercados eletrônicos em termos de custo operacional, seu crescimento pode implicar uma redução do capital dirigido à sustentação de preços, levando a situações de instabilidade.⁷ Muito embora, em contextos de volatilidade acentuada *market makers* possam se retrair e paralisar suas operações, mercados eletrônicos, que em sua maioria estão construídos para casar propostas de compra e venda automaticamente podem intensificar a instabilidade, como parece ter acontecido em vários mercados em 2008.⁸

A definição das características concretas de cada mercado, portando, determina se sua operação será mais ou menos eficaz na redução dos custos de capital para os tomadores. De todas as características discutidas na literatura, certamente a mais importante refere-se à ação de *market makers* (ou de práticas que possam substituí-los). Mas outros elementos são também importantes, como a possibilidade de permanecer anônimo durante a realização de

⁶ A referência mais completa a este tópico é certamente Stoll (2003).

⁷ Uma introdução ao funcionamento de mercados eletrônicos, onde não apenas são apresentadas suas características mais importantes, mas também são exploradas implicações para a eficiência e liquidez dos mercados é encontrada em CGFS (2001a).

⁸ Este risco também foi apontado em GGFS (2001b: 5): “Em mercados baseados em cotações (*quote-driven markets*), *market makers* estão preparados para prover liquidez e acomodar mesmo ordens que sejam grandes pelo uso de seus estoques evitando que tenham um impacto significativo sobre preços. Sistemas baseados em cotações podem assim ser vistos como provendo maior profundidade ao mercado. Em sistemas baseados em ordens (*order-driven systems*), em contraste, a atividade do *market maker* é substituída por um livro de encomendas com um limite central, que é usado para casar ordens. Muito da preocupação com a liquidez em tempos de estresse e com a crescente popularidade dos livros eletrônicos de ordens tem focalizado a noção de “liquidez de bons tempos”, isto é, liquidez que é suficiente em tempos normais mas que se deteriora apreciavelmente quando as condições se tornam mais voláteis.”

operações de compra e venda, aspecto particularmente importante no caso de grandes transacionadores. A anonimidade serve de proteção contra movimentos adversos de mercados inspirados exatamente pela informação de que grandes operações estão em andamento. Outro elemento importante é dado pelas práticas dos participantes, especialmente dos investidores institucionais. A viabilidade de mercados secundários se apóia, como já argumentado, na possibilidade de diluição de custos possibilitada pela realização de transações contínuas. Isto implica, por sua vez, a necessidade de que investidores comprem e vendam continuamente, de modo a manter o mercado em funcionamento permanente. Isto pode ser resultado seja da disposição de investidores em refazer carteiras com frequência ou, mais provavelmente, da ação de especuladores (como fundos de investimento, fundos de *hedge*, etc), alimentadas exatamente pelas possibilidades de ganho que a volatilidade de cotações oferece. Assim, a não ser que investidores institucionais se disponham a transacionar com mais frequência do que lhes seria adequado, a existência de especuladores ativos é uma condição de sobrevivência de mercados secundários com as características necessárias para sustentar um prêmio de liquidez apropriado. Este argumento não deve ser entendido como uma defesa da livre ação de especuladores. Transações inspiradas por motivos especulativos (antecipação de variação de preços de ativos nos mercados secundários) devem ser limitadas a valores marginais (como é o caso de transações em bolsas, quando comparadas com o valor capitalizado das empresas de capital aberto) e sob estrita supervisão, inclusive aquela voltada para a prevenção de risco sistêmico. No entanto, o que se reconhece é que garantir liquidez implica de certa forma a atividade contínua de especuladores que se disponham a comprar os ativos que são colocados à venda, impedindo que esta última redunde numa redução de preços. Como na famosa imagem proposta por Keynes, não há porque se preocupar quando a especulação existe como uma espuma na onda empresarial; o que deve causar preocupação é quando a empresa é a espuma da onda especulativa.

Várias práticas de mercado intensificam o volume de transações exatamente por criar oportunidades de ação especulativa. Esse é o caso, por exemplo, da venda de papéis a descoberto (*short sales*). É indiscutível que a possibilidade de alugar papéis para venda inspirada por expectativas baixistas quanto aos preços futuros desses títulos aumenta a sua negociabilidade. É também indiscutível que essas operações podem causar perdas e dar origem a movimentos baixistas de difícil reversão e impacto destrutivo generalizado. Cabe ao regulador e ao supervisor financeiros examinar os méritos (aumentar o volume de transações) e deméritos (instabilizar cotações) dessa, como de qualquer outra prática e

decidir se elas são ou não permissíveis e, em caso positivo, em que termos, com que limitações, baseadas em quais garantias, etc.

A ênfase nas características do mercado para cada bem para definir seu prêmio de liquidez significa que liquidez é determinada institucionalmente. Em princípio, é possível criar as condições para que ativos normalmente não-transacionáveis se tornem líquidos, aumentando a frequência com que são comprados e vendidos e criando as instituições que organizem o mercado (operando como *market makers*). Um exemplo de interesse era o mercado de linhas telefônicas até a primeira metade da década de 1990. A elasticidade de produção de linhas telefônicas era bastante reduzida, resultado da extrema ineficácia de várias operadoras públicas à época. A elasticidade de substituição de telefones era extremamente baixa, na ausência de outros canais de comunicação hoje disponíveis. As características do produto obedeciam a praticamente todas as condições listadas por Davidson acima, inclusive a existência de *market makers*. O aumento da disponibilidade de telefones depois da privatização do setor removeu a razão principal da existência de uma demanda de reserva elevada e a liquidez foi conseqüentemente perdida.

I.1.4. Mensuração

Se liquidez é de definição complexa, sua mensuração não poderia ser diferente. De fato, é impossível medir-se liquidez diretamente, porque seu mais importante indicador seria uma avaliação da demanda de reserva por um ou mais ativos, mas essa demanda depende: (1) das expectativas de evolução dos preços futuros do ativo; (2) do grau de dispersão dessas expectativas. Ambos os fatores não apenas são de mensuração não apenas difícil, mas talvez mesmo fútil, já que ambos os elementos podem mudar de maneira dramática, sem aviso.

Por essa razão, tenta-se medir liquidez através de formas indiretas, isto é, dos efeitos de transações sobre os mercados quando eles estão ou não líquidos ou de indicadores agregados cuja correlação com o comportamento dos mercados de ativos é mais ou menos precária.

Duas medidas são mais frequentemente propostas no primeiro grupo. Uma primeira avalia a liquidez do mercado para um ativo particular pela sua resiliência, isto é, sua capacidade de absorver aumentos de oferta do item sem que seu preço caia de modo acentuado. Quanto maior a liquidez do mercado, menor será a variação de preços resultante de um dado aumento da oferta de papéis. A segunda medida volta-se principalmente para a dispersão de expectativas e se apóia no *spread* entre as cotações de compra e venda oferecidas pelos *dealers*.

Medidas agregadas são também principalmente duas. A primeira volta-se para indicadores genéricos de liquidez, como, por exemplo, o estoque de moeda da economia. Já que liquidez é, em si, a capacidade de conversão de um ativo em moeda, ela será, tudo o mais constante, tanto maior quanto maior for o volume de moeda existente na economia. Outra medida é o volume de transações em cada mercado. Quanto maior o volume de valores negociados normalmente, mais fácil será, tudo o mais constante, colocar volumes significativos de papéis sem perturbar a operação desse mercado.

Todas essas medidas compartilham limitações semelhantes, derivadas da mesma característica essencial do conceito de liquidez, que é sua impermanência. Desse modo, não há qualquer garantia de que condições prevalecentes em um mercado em um determinado período se estendam pelo futuro.⁹

Assim, mesmo para propósitos descritivos, as medidas de liquidez usualmente empregadas são de utilidade limitada. Como instrumentos de formulação de regras de regulação prudencial, como as utilizadas no Acordo da Basileia II, elas são mais do que inúteis, elas aumentam os riscos de que perturbações localizadas sejam amplificadas e gerem problemas sistêmicos. É possível, de qualquer forma, que conceitos mais adequados de liquidez simplesmente não possam ser traduzidos em indicadores estatísticos.

1.1.5. Conclusão: Liquidez e segurança sistêmica

Como discutido no primeiro relatório parcial, a expansão do mercado de capitais, nos casos em que isso for possível, pode contribuir para reduzir o custo de capital para tomadores, e especialmente para as empresas do setor produtivo. Os requisitos para a emergência de mercados de títulos são relativamente exigentes, tanto no que se refere a tomadores, quanto aos mercados e ao governo, mas o resultado da expansão desses mercados pode ser favorável se abrir novos canais de financiamento às firmas e mais particularmente se servir para aumentar a pressão competitiva sobre o setor bancário.

As duas vantagens mais importantes que o mercado de capitais pode oferecer é a redução do custo de intermediação no que diz respeito à diminuição do risco de crédito e o aumento do prêmio de liquidez dos instrumentos de financiamento, reduzindo o retorno

⁹ A endogeneidade da liquidez foi demonstrada pelo completo fracasso dos modelos VaR (*value at risk*) como instrumento de controle de risco nas condições de colapso dos mercados financeiros na crise iniciada em 2007. Esses modelos assumem precisamente a permanência dos parâmetros detectados nas séries que descrevem o seu comportamento passado. Esses modelos (e quaisquer outros baseados em premissas similares) são inúteis quando esses parâmetros são mutáveis. A sua radical inutilidade seria ainda maior tivessem os seus usuários percebido que os parâmetros relevantes são, na verdade, endógenos. O comportamento dos preços dos papéis depende da ação das instituições financeiras. Essa ação, por outro lado, era decida tomando preços de mercado como dados. Situações de equilíbrio, nessas condições, são altamente instáveis, em “fio de navalha”.

monetário oferecido por tomadores a emprestadores. Nesse capítulo explorou-se os determinantes do prêmio de liquidez, dando-se especial atenção à estrutura de mercados secundários, e suas implicações.

Dentre as implicações mais importantes, e mais preocupantes, devem ser priorizadas as que se referem à segurança sistêmica da economia. Tradicionalmente se assumiu que riscos sistêmicos só pudessem emergir da operação de sistemas bancários, em função do seu papel no sistema de pagamentos. Desde pelo menos 1998, com a quase-crise do LTCM, essa percepção começou a mudar, e essa mudança se completou com a crise financeira corrente. Aprendeu-se não apenas que a acumulação de ativos líquidos é uma forma muito limitada de hedge, o que, a rigor, já se sabia, mas também que os processos de contágio que definem crises sistêmicas podem se dar também a partir de choques gerados no mercado de capitais.

Liquidez é uma condição necessária para o desenvolvimento de mercados de capitais, mas não é uma benção irrestrita. O apelo a ativos líquidos é uma forma frágil de proteger aplicações em qualquer circunstância, mas se tornam altamente tóxicos se proporções significativas do sistema financeiro forem atingidas por um choque adverso. Além disso, a prevalência de práticas de avaliação de ativos como a marcação a mercado acentua os fatores de fragilidade ao transmitir dificuldades mesmo para instituições financeiras que possam evitar transacionar em mercados em declínio. Assim, se por um lado, deve-se examinar instrumentos e procedimentos de acordo com seu efeito positivo sobre o aumento do prêmio da liquidez de ativos, porque, em condições normais, isso pode reduzir o custo de capital, é preciso não se perder de vista os riscos sistêmicos que esse caminho pode implicar. Em outras palavras, se existir alguma estratégia de desenvolvimento financeiro que seja compatível com a desregulação financeira, certamente ela não será aquela baseada na expansão de operações com papéis. Ao contrário, a experiência recente mostrou que incertezas, assimetrias de informação, conflitos de interesse, e mesmo manipulação fraudulenta ou semi-fraudulenta de mercados são tão ou mais freqüentes em mercados de capitais quanto em qualquer outro segmento do sistema financeiro. O incentivo ao desenvolvimento de instrumentos voltados ao aumento da liquidez de ativos tem de se dar paralelamente ao desenvolvimento de formas de monitoração cuidadosa da evolução do mercado. Só assim será possível extrair os ganhos oferecidos pela diversificação de canais de financiamento sem se expor a riscos excessivos.

1.2. DEMANDA E OFERTA DE TÍTULOS NO MERCADO DE CAPITAIS: DELIMITAÇÃO DO MARCO TEÓRICO DA ANÁLISE

I.2.1. A Demanda por Títulos

Como observado no 1º Relatório Parcial deste Sub-Projeto, na “visão alternativa da determinação dos preços de ativos (e, assim, dos custos de capital associados às diversas fontes de recursos)”, aqui adotada, de filiação keynesiana, “o valor de um ativo qualquer depende dos retornos esperados que ofereça ao seu detentor e do seu prêmio de liquidez” (Sub-Projeto Mercado de Títulos Brasileiro, 1º Relatório Parcial, Cap. I, p. 27, itálicos acrescentados). Aplicada à análise da demanda por ativos financeiros, esta proposição sustenta que, em um ambiente sabidamente marcado por incertezas, essa decisão leva em conta três aspectos: o retorno esperado, o risco estimado e o grau de liquidez atribuído aos ativos financeiros.

A importância das expectativas de retorno e risco é óbvia: a motivação do poupador para a aquisição de um ativo financeiro é exatamente a busca de rendimento para sua renda excedente e este é condicionado por diversos fatores, que sugerem um intervalo de possibilidades, e não um valor único, para o retorno esperado. Nessa avaliação, distingue-se dois tipos de risco: a) o risco assistemático, associado às características específicas de cada ativo - em especial, a capacidade de pagamento do devedor e, no caso de ativos com mercado secundário, também o comportamento deste, que define as possibilidades de ganho (ou perda) de capital do ativo em questão; b) o risco sistemático, de natureza macroeconômica, que afeta todo o mercado financeiro, embora, eventualmente, com intensidade distinta entre os diversos ativos. São possíveis fontes de risco sistemático, por exemplo, o comportamento da taxa básica de juros (“pisso” para as taxas de retorno de todos os ativos), da atividade econômica e da inflação, entre outros.

As formas típicas de minimização da exposição do poupador aos riscos assistemáticos dos diferentes ativos são a análise prévia das condições de pagamento dos potenciais devedores (conhecida como “análise de crédito”); a diversificação da carteira, que dilui cada risco específico; e a incorporação (soma) do risco estimado (o chamado “prêmio de risco”) à taxa de juros exigida e, portanto, ao preço do ativo.¹⁰ Quanto aos riscos de natureza sistemática, a forma típica de proteção do investidor é a incorporação, à taxa de retorno exigida, de um prêmio de risco adicional, que reflita os riscos de natureza macroeconômica, já que, se estes afetam a todos os ativos indistintamente, a análise de crédito e a diversificação não são meios eficazes de contorná-los.

A importância do grau de liquidez dos ativos deriva de duas condições básicas: ativos financeiros são promessas de renda *futura* e o futuro é, inexoravelmente, desconhecido e *incerto*. Essas condições têm implicações importantes para a compreensão da dinâmica da

¹⁰ Vale lembrar que o preço de um ativo financeiro é formado pelo valor presente dos rendimentos dele esperados ao longo do seu prazo de maturidade ou do tempo (intencional) de retenção do ativo no portfólio.

demanda por ativos financeiros em economias com um grau razoável de desenvolvimento e diversificação do mercado financeiro. Diante do reconhecimento da incerteza que cerca as estimativas de retorno e risco dos ativos, os investidores valorizam o comando sobre liquidez (Keynes, 2007: Cap. 16), que, afinal, é o que se busca ampliar com o rendimento dos ativos. Isto torna a própria moeda um ativo elegível como forma de “aplicação financeira” (reserva de valor), concorrendo, portanto, com os demais tipos de ativos disponíveis no mercado. Assim, a demanda agregada por ativos financeiros se exerce sobre um leque de opções amplo, que inclui a própria moeda como forma “eficiente” de reserva de valor.

A incerteza tem um papel diverso do risco na decisão do investidor no mercado financeiro: o risco é um cálculo probabilístico, apoiado em eventos *previstos*, que auxilia o investidor a precificar os ativos; a incerteza diz respeito exatamente aos eventos imprevistos, que, portanto, não podem ser incluídos no “cálculo” do retorno ajustado ao risco. O reconhecimento da incerteza, portanto, requer algum outro tipo de “ajuste” que não a simples adição de um prêmio de risco ao retorno exigido. Além do uso de técnicas de estimativa das taxas de retorno e risco dos ativos, a proteção contra a incerteza inerente a estes cálculos requer que o investidor mantenha, sempre, um grau razoável de liquidez em seu portfólio, isto é, que a diversificação da carteira envolva, além de diversos ativos (supostamente) rentáveis, também uma parcela em moeda ou em ativos de alta liquidez (Tobin, 1958) – ativos de curto prazo ou de prazos mais longos, mas que possam ser convertidos em moeda, em seus respectivos mercados secundários, sem grandes demoras, custos de transação e perdas de capital.

Nessas condições, a demanda agregada por ativos financeiros *não monetários* é definida, a cada período, pelas condições de retorno (ajustado ao risco) e de liquidez destes ativos.¹¹ Além disso, o peso desses dois fatores na decisão do investidor varia de acordo com o grau de incerteza reinante: quanto maior a incerteza, mais a liquidez será valorizada, ainda que, pela incorporação de um risco maior, as taxas de retorno exigidas dos ativos tendam a se elevar também neste contexto. Um aspecto importante a se ressaltar aqui é que, em um ambiente de maior incerteza, o aumento das taxas de retorno não é suficiente para sustentar a demanda por ativos não monetários, predominando, neste caso, a preferência por liquidez.

A demanda por ativos específicos – isto é, a distribuição do estoque de riqueza entre os diversos tipos de ativos concorrentes – segue um roteiro semelhante: em períodos de maior incerteza, tendem a ser favorecidos, em um primeiro momento, os ativos de maior

¹¹ O conceito de liquidez e seus condicionantes básicos foram definidos no 1º Relatório Parcial deste Sub-Projeto, Cap. I, p. 27.

liquidez. No entanto, se a incerteza é grande e generalizada no mercado, mesmo estes ativos tornam-se sujeitos a perdas de capital, na medida em que grande parte de seus detentores podem recorrer à sua venda como forma de recompor, rapidamente, a liquidez de seus portfólios, deprimindo os preços de mercado dos ativos de maior liquidez. Nestes contextos, portanto, a demanda por ativos tende a se concentrar na própria moeda ou, no máximo, em seus substitutos mais próximos (quase-moedas).

II.2.2. A Oferta de Títulos

A chamada visão keynesiana da estrutura de capital - aqui denominada visão Eichner-Minsky-Kalecki (EMK) - associa a decisão de financiamento da firma ao processo de montagem da estrutura financeira e a localiza explicitamente como parte de uma estratégia de competição da firma sob oligopólio, bem como conecta a mesma às expectativas de geração de quase-rendas pelos projetos de investimento, o que faz com que essas decisões colaborem decisivamente na explicação do comportamento cíclico das economias capitalistas. Em outras palavras, a disposição da firma a buscar recursos além do permitido pelos seus lucros retidos para financiar seus projetos de investimento vai depender de uma lógica concorrencial, por um lado, e da sua opinião a respeito do comportamento futuro da economia, por outro, o que a fará se engajar em estruturas financeiras que sejam mais arriscadas, isto é, que busquem elevar a relação financiamento externo/financiamento interno.

De acordo com Eichner (1976), as empresas que operam sob oligopólio via de regra financiam seus gastos de investimento com lucros retidos. Isto decorreria do fato de que a fixação do preço da firma líder - no que é seguida pelas demais firmas do oligopólio - é feita levando-se estritamente em consideração as necessidades de fundos para financiar o gasto de investimento da empresa. Em outras palavras, a líder de preço, "acting with the tacit acquiescence of its fellow oligopolists" (p. 66), quando necessitar buscar mais recursos para financiar suas necessidades de investimento, vai elevar o preço da indústria a fim de aumentar a parcela de lucros retidos ou de financiamento externo. Ao fazer isso, "its intention is to augment not the returns to the equity debt holders but rather, the megacorp's own residual income as reflected in the growth of the corporate levy over time." (p. 67).

Em que pese a sua capacidade de elevar o preço na indústria como forma de buscar fontes internas de financiamento, a empresa sob oligopólio vai encontrar algumas limitações para fazê-lo na forma de um efeito-substituição decorrente dessa elevação e no chamado

fator de entrada (*entry factor*)¹². O efeito-substituição seria a limitação decorrente da perda de receita provocada por uma queda na quantidade vendida maior do que a alta no preço, fazendo com as receitas finais da empresa diminuíssem. Via de regra, contudo, a curva de receita média da oligopolista é entendida como sendo preço-inelástica, o que tende a fazer com que elevações de preço aumentem as receitas internas (*corporate levy*) da empresa. No entanto, Eichner (p. 70) indica que o efeito-substituição aumenta ao longo do tempo, reduzindo, assim, a capacidade da oligopolista de se valer da elevação dos preços como forma de obter fundos para financiar seus gastos de investimento.

Neste sentido, é possível se calcular os custos dos recursos internos, levando-se em conta os impactos do efeito-substituição, a fim de avaliar se não seria melhor para a firma obter financiamento externo para seus gastos de investimento. Para tanto, é necessário converter o real custo dos fundos internos em decorrência do efeito-substituição em uma taxa de juros implícita. Neste sentido, deve-se considerar, inicialmente, que o primeiro efeito da elevação do preço pela firma é a alta na arrecadação interna (*corporate levy*) ao longo de diversos períodos para os quais o efeito-substituição é nulo. Assim, “if the additional corporate levy likely to be realized in each of these time periods is properly discounted and if the adjusted figures for each of the time period are the added together, the result is an estimate of the present value of the additional internal funds likely to be obtained through the price increase.” (p. 70).

O mesmo tratamento é aplicado para o fluxo de perda de receitas internas decorrente da efetivação do efeito-substituição. Ao final, deve-se dividir a taxa de juros implícita calculada para o caso da ocorrência do efeito-substituição pela taxa no caso da ausência do efeito-substituição, a qual vai gerar uma taxa, R, representativa dos custos de se obter fundos internos adicionais.

Essa taxa vai, então, ser comparada com o custo dos recursos externos de modo a que a firma possa decidir qual estrutura de capital é mais adequada para financiar seus projetos de investimentos. Neste sentido, Eichner (*ibid.*, p. 86), chama a atenção para o fato de que, no longo prazo, dívida (essencialmente, emissão de títulos pré-fixados) e ações são substitutas. No curto prazo, contudo, são vistos como fontes complementares de recursos. “[T]he

¹² A rigor, Eichner inclui um terceiro efeito que limitaria a capacidade da empresa sob oligopólio de elevar o preço ao seu bel prazer para alimentar sua necessidade de obter recursos internos capazes de financiar suas decisões de investimento, qual seja, a possibilidade de intervenção governamental. Isto ocorreria se a alta no preço perpetrada pela empresa fosse considerada contrária ao interesse público. Entre as intervenções governamentais que limitariam a disposição da empresas sob oligopólio a elevar o preço da indústria estariam a (a) nacionalização; (b) a regulação de preço; (c) a taxação; (d) a redução de tarifas; (e) a utilização de estoques governamentais; (f) restrições qualitativas de todos os tipos; e (g) sanções anti-truste. (p. 77).

megacorp first [determines] its optimum debt-equity ratio based on the attendant risks and other relative disadvantages of the two types of securities, then [uses] that optimum debt-equity ratio as a rule of thumb in its subsequent decision-making." (p. 86).

Uma vez que a firma vai se financiar preponderantemente com recursos internos, o custo dos recursos externos será entendido como constante para a mesma¹³, em um primeiro momento. Assim, a preferência por recursos internos se daria até o ponto em que o custo dos mesmos suplantasse o custo (constante) de recursos externos.

Naturalmente, a hipótese de custo constante dos recursos externos é válida essencialmente para situações de *steady state*. À medida que a firma buscar expandir seus negócios - ainda que respeitando a lógica de competição do oligopólio em que está inserida - necessitará de mais recursos para financiar seus planos crescentes de investimento, notadamente se for considerado que os mesmos estão atrelados a expectativas mais favoráveis de realizações das quase-rendas. Neste momento, a firma irá recorrer com mais frequência às fontes externas, visto que as fontes internas não serão suficientes para atender à sua demanda por recursos¹⁴. Mais genericamente, como observado por Minsky (2008, p. 210-1), "[f]or each particular investment unit (...) a mix of gross retained earnings and external finance determines its gross investment activity." (grifos no original).

Assim, a firma fará uso crescente de fontes externas quanto mais otimistas forem suas expectativas no se refere à realização das quase-rendas dos projetos de investimento. Em outras palavras, a disposição da firma a utilizar crescentemente de fontes externas para financiar suas decisões de investir estão intrinsecamente ligadas aos seus planos de expansão e às suas expectativas de realização de quase-rendas crescentes, ou seja, "[t]he extent of investment relative to internal financing reflects current views about the margins of safety required in financing relations." (idem, p. 211). Neste sentido, as condições vigentes no mercado financeiro vão também desempenhar um papel-chave na disposição e capacidade das firmas de buscar a ampliação dos seus projetos de investimento e de acessar o financiamento externo necessário para tal¹⁵.

¹³ "[A]s the amounts required [by the firm] remain relatively small - the supply curve of external funds will be infinitely elastic." (p. 87).

¹⁴ A demanda por financiamento externo vai se elevar também em consequência da não realização dos fluxos de caixa esperados que ensejaram planos ampliados de investimento (Minsky, 2008, p. 185).

¹⁵ Como observa Minsky (ibid.): "Once a Project passes the test in that the capitalized expected quasi-rents exceed the cost of the investment by a sufficient margin to compensate for the uncertainties inherent in taking position in capital assets, the decision whether or not to invest turns upon the conditions at which the project can be financed." (p. 211). Ainda, afirma que "[e]xternal financing of investment and positions in capital assets is a marked characteristic of our economy." (p. 212).

Em relação a este aspecto, é importante notar que os ganhos líquidos de um projeto de investimento devem exceder os juros devidos aos títulos de dívida emitidos se o investimento fornecer uma margem de segurança para os compradores dos títulos. Este excesso é necessário se os títulos forem utilizados para financiar os projetos de investimento.

Desta forma, a razão financiamento externo/financiamento interno só poderá aumentar se os tomadores e os emprestadores esperam que a margem de segurança aumente ou se a margem anterior for considerada excessiva. Em outras palavras, as condições de financiamento vigentes no mercado financeiro vão atuar como um limitador exógeno à firma na sua busca por financiamento do investimento. Isto fica evidente no fato de que, para compensar a maior exposição ao endividamento externo, o comprador do ativo de capital vai diminuir seu preço de demanda pelo ativo de capital de modo a gerar um ganho de capital potencial compensatório. Assim, o declínio no preço deste ativo vai refletir o maior risco do tomador, o que vai levar a uma menor disposição do mesmo a adquirir o ativo de capital sem esse ganho compensatório potencial.

Se a firma optar por novas ações para financiar seu crescente investimento, o preço de emissão deverá ser atrativo, o que pode levar aos antigos acionistas a achar que seu capital está sendo diluído. Se optar pelo crédito bancário ou emissão de dívida, o comprometimento dos fluxos de caixa futuros vai aumentar, reduzindo a margem de segurança da firma. Em qualquer dos casos, o risco do tomador vai se elevar, reduzindo o preço de demanda dos ativos de capital e, por conseguinte, a disposição de investir das firmas.

No caso do preço de oferta de investimento, o mesmo vai sofrer uma elevação a partir de certo ponto de modo a refletir o maior risco do emprestador. Essa elevação decorre da piora das condições de financiamento imposta pelos bancos, na forma de taxas de juros mais elevadas e redução do prazo de vencimento, entre outros, à medida que a alavancagem das empresas aumenta.

Devemos observar que, se as firmas tiverem sido bem sucedidas e estão confiantes a respeito do sucesso futuro, o risco do tomador será pequeno e a demanda por investimento continuará elevada. Por outro lado, se um número reduzido de tomadores não foi capaz de cumprir seus contratos de financiamento, o risco do emprestador também será pequeno. Assim, o investimento vai variar à medida em que variar o risco do tomador e o risco do emprestador. Deve-se notar, neste sentido, que a demanda por recursos externos por parte das firmas continuará elevada à medida que as quase-rendas esperadas forem sendo suplantadas pelas quase-rendas observadas. Neste quadro, as condições de financiamento também seguirão extremamente positivas. Como observa Minsky (*ibid.*, p. 216, grifos

nossos): [p]rofits in excess of those anticipated (...) increase the demand for investment by improving the flow of internal funds, raising the (implicit) price of capital assets *and increasing borrowers' willingness to finance externally.*"

Em que pese a importância do comportamento da economia e das condições de financiamento - bem como os elementos da estratégia competitiva - para explicar a disposição das firmas para se utilizar de recursos externos em adição aos lucros retidos no financiamento dos seus planos de investimento - o que confere um caráter necessariamente dinâmico à determinação da estrutura de capital das empresas sob oligopólio, é possível levar em consideração elementos de caráter mais estruturais - e mais estáticos, por conseguinte - que também colaboram para explicar as decisões de financiamento das empresas.

Esses elementos podem ser encontrados, inicialmente, na crítica ao modelo de irrelevância da estrutura de capital na determinação do valor da firma desenvolvido por Modigliani e Miller (1958). Para os críticos desse modelo, a estrutura de capital importa, quando mais não seja porque existe um inequívoco ganho fiscal permitido pela legislação quando esta autoriza o abatimento dos gastos com juros das dívidas (crédito bancário inclusive) do lucro bruto que vai oferecido à tributação¹⁶. Com isso, as empresas passariam a privilegiar o capital de terceiros (dívida) visto que o benefício fiscal proporcionado pela sua utilização vai elevar o valor de mercado da empresa. Assim, quanto maior a utilização de dívida, maior tenderá a ser o valor de mercado da empresa posto que o benefício fiscal concedido sobre o pagamento de juros vai, em última instância, reduzir o custo de capital total da firma.

Uma conclusão que se segue imediatamente a partir do trabalho de Modigliani e Miller é que as empresas deveriam constituir sua estrutura de capital com a maior participação possível de capital de terceiros; no limite, a empresa deveria ser constituída exclusivamente de capital de terceiros. Tal fato, contudo, não se observa na realidade. Sendo assim, torna-se necessário analisar quais os custos, além do incentivo fiscal já mencionado, associado à utilização de capital de terceiros (dívida). Essa é a base da chamada "Teoria do *Tradeoff* Estático" (denominação introduzida por Myers, 1984a), segundo a qual as empresas buscam uma estrutura ótima de capital, a qual é previamente definida e para sua determinação pesam fatores tais como os custos de falência associados à uma grande

¹⁶ Modigliani e Miller (1963) reconhecem esta crítica e a incorporam ao modelo original.

utilização de capital de terceiros¹⁷. Assim, a maior exposição à possibilidade de falência (ou, nas palavras de Myers (1984a), de *financial distress*) trazida pela crescente utilização de capital de terceiros por parte da firma acabaria por compensar os efeitos positivos decorrentes do benefício fiscal da dívida, de modo que seria possível determinar a estrutura ótima de capital - ou, mais especificamente, o nível ótimo de endividamento - no ponto onde o benefício fiscal marginal fosse exatamente compensado pelo custo marginal do endividamento¹⁸. Neste ponto, o valor da firma seria maximizado.

Myers (1984a, *idem*) indica uma série de dificuldades associada à teoria do *tradeoff* e mostra que os testes econométricos não confirmaram a hipótese de Modigliani e Miller (1963, *idem*). Sendo assim, ele propõe a chamada *Pecking Order Theory* (POT) como forma de explicar a estrutura de capital das empresas. Na POT, Myers defende a tese de que toda empresa segue uma seqüência lógica ao estabelecer sua estrutura de capital. Assim, inicialmente a empresa daria preferência às fontes internas de financiamento do investimento. Se a combinação de uma política de pagamento de dividendos de caráter mais estrutural (*sticky*) e flutuações imprevistas na lucratividade e nas oportunidades de investimento levar à observância de fluxos de caixa gerados internamente inferiores às necessidades de investimento, a firma então reduz seu saldo de caixa ou vende títulos no mercado secundário.

No caso de haver necessidade de fundos externos, a empresa emite títulos mais seguros em primeiro lugar, notadamente títulos de dívida (títulos de renda fixa), passando para títulos híbridos (títulos de renda fixa conversíveis) e, finalmente, ações (Myers, 1984a, p. 581). Esta teoria, em contraste com a teoria do *tradeoff* estático, não define nenhuma meta de endividamento. Os níveis de endividamento observados para cada firma refletiriam, assim, suas necessidades cumulativas de fontes externas de financiamento. Myers (*ibid.*, p. 582) reconhece que a POT é incapaz de explicar a estrutura de capital de cada firma individualmente, mas, examinando-se o conjunto de firmas - do qual seriam excluídos os bancos e empresas financeiras - para um período longo de tempo, os fundos internos

¹⁷ Aqui é importante notar o caráter estático dessa argumentação. Como visto, a estrutura de capital ótima é definida, em grande medida, a partir de elementos competitivos e sofre fundamental influência das expectativas de realização das quase-rendas por parte das firmas e dos bancos que financiam os planos de investimento das mesmas.

¹⁸ A inspiração para este resultado é claramente encontrada na solução microeconômica convencional de determinação do preço ótimo no ponto onde o custo marginal é igual à receita marginal. Podemos também encontrar sinais da solução de Baumol (1956) para a determinação da demanda ótima por saldos transacionais de moeda. Para maiores detalhes sobre o papel do *financial distress* na determinação da estrutura de capital das empresas, ver Myers (1977) e Myers (1984b). Ver também Ross (1977).

responderiam por mais de 60% dos gastos com bens de investimento (incluindo os gastos em estoques) das mesmas.

O motivo para essa hierarquia, diferentemente do observado em Eichner (ibid.) seria dado pela assimetria de informações existente entre os gestores e os novos acionistas. Assim, caso a empresa se decidisse pela nova emissão de ações, a referida assimetria levaria a mesma a ter seu valor diminuído visto que os novos projetos não seriam corretamente avaliados pelo mercado, acarretando uma subavaliação das novas ações e a conseqüente transferência de riqueza dos acionistas antigos para os novos^{19,20}.

Para fins de teste da sua validade, a POT admite basicamente duas formas, a forte e a semi-forte ou fraca. (Chirinko e Singha, 2000). Sob a forma forte, as empresas nunca recorrem à emissão de ações, financiando-se exclusivamente com recursos internos e endividamento. Na forma semi-forte admite-se um certo nível de emissão de ações.

Em que pese não ter admitido que existe um nível ótimo de endividamento buscado pelas firmas, Myers (ibid.) faz duas importantes informações que complementarizam suas impressões a respeito do modo como as empresas financiam seus gastos de investimento e que estão em linha com o argumento desenvolvido em Eichner (ibid.) e Minsky (ibid.). Em primeiro lugar, afirma que “[a]ggregate investment outlays are predominantly financed by debt issues and internally-generated funds. New stock issues play a relatively small part.” (p. 585). Em Segundo lugar, diz que as empresas tendem a utilizar a emissão de ações mais do que a emissão de dívida em momentos onde o preço das mesmas tenha se elevado após terem caído (ibid., p. 586).

Sendo assim, percebe-se que as perspectivas em relação às quase-rendas, que, juntamente com os elementos de natureza da estratégia competitiva da firma - somados aos elementos de caráter mais estrutural, tais como a legislação tributária e a existência de mercados secundários - moldam a disposição das empresas a se utilizar de fontes externas complementares aos lucros retidos para financiar seus planos (ampliados) de investimento, vão se somar à disposição dos bancos em emprestar nos termos e condições compatíveis com os ganhos esperados do bem de investimento, e dos compradores de títulos corporativos de absorver esses papéis em condições também compatíveis com o retorno esperado dos bens de investimento.

¹⁹ Myers (ibid.) observa, ainda, que os custos de emissão de dívida não seriam suficientemente elevados a ponto de justificar a preferência das empresas por fundos externos, vis-à-vis os benefícios fiscais da sua emissão.

²⁰ Watson e Wilson (2002) argumentam também que a hierarquia observada na POT poderia decorrer pelo fato do financiamento externo estar sujeito a racionamento e outras restrições relativas à oferta de crédito.

Referências Bibliográficas

- Baumol, W. J. The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach. *Quarterly Journal of Economics*, 66(4), novembro, pp. 545-556.
- Carvalho, F.J.C., *Mr Keynes and the Post Keynesians*, Cheltenham: Edward Elgar, 1992.
- Chirinko, R. e A. Singha. Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure: A Critical Comment. *Journal of Financial Economics*, 58(3), dezembro, pp. 417-425, 2000.
- Committee on the Global Financial System, BIS, The implications of electronic trading in financial markets, Basel, 2001a, www.bis.org.
- Committee on the Global Financial System, BIS, Structural Aspects of Market Liquidity from a Financial Stability Perspective, Basel, 2001b, www.bis.org.
- Davidson, P., *Money and the Real World*, Londres: MacMillan, 1972.
- Eichner, A. *The Megacorp and Oligopoly*. Cambridge: Cambridge University Press, 1976.
- Hermann, J. (2009). "Liberalização e Desenvolvimento Financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006". *Revista Economia e Sociedade* (no prelo).
- Hicks, J.R., *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford: Clarendon Press, 1967.
- Kaldor, N., *Essays on Economic Stability and Growth*, New York: Holmes & Meier Publishers, 1980.
- Keynes, J.M., *A Treatise on Money*, vol. II The Applied Theory of Money, Londres: MacMillan, 1971.
- Keynes, J.M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londres: Palgrave/Macmillan, 2007.
- Levich, R., G. Majnoni e C. Reinhart (eds), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Boston: Kluwer Academic Publishers, 2002.
- Minsky, H. P. *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw-Hill, 2008.
- Modigliani, F. e M. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), junho, pp. 261-297, 1958.
- Modigliani, F. e M. Miller. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction. *American Economic Review*, 53(3), junho, pp. 433-443, 1963.
- Myers, S. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), julho, pp. 575-592, 1984a.
- Myers, S. The Search for Optimal Capital Structure. *Midland Corporate Finance Journal*, 1, spring, pp. 6-16, 1984b.
- Myers, S. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), novembro, pp. 147-175, 1977.

- Ross, S. The Determinants of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), spring, pp. 23-40.
- Rowan, D.C., "Radcliffe Monetary Policy", em A. Walters (ed), *Money and Banking*, Harmondsworth: Penguin, 1973.
- Stoll, H., "Market Microstructure", em G. Constantinides, M. Harris e R. Stulz (eds), *Handbook of the Economics of Finance*, vol. 1A, Corporate Finance, Amsterdam: Elsevier/North Holland, 2003.
- Tobin, J. (1958). "Liquidity Preference as Behavior Toward Risk". *The Review of Economic Studies*, Vol. 25, nº 2, February, pp. 65-86.
- Watson, R. e N. Wilson. Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order. *Journal of Business Financing & Accounting*, 29(3) e (4), abril/maio, pp. 557-578, 2002.

CAPÍTULO II

MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO:

ANÁLISE DAS CAUSAS E CONDICIONANTES DA EVOLUÇÃO RECENTE (2004-08)

II.1. Introdução

Como consta no Marco Inicial do Sub-Projeto "Mercado de Títulos Brasileiro", no que tange ao mercado de ações, este 2º Relatório Parcial (RP2) tem por objetivo geral formular uma análise e interpretação da evolução do Mercado de Ações Brasileiro (MAB) no período 1990-2008. Duas qualificações devem ser feitas quanto a esse objetivo geral: a) tal como no 1º Relatório Parcial (RP1), pelas razões lá apontadas, o foco da análise no RP2 será o segmento primário do MAB; b) no que tange ao período de análise, o RP2 terá por foco a fase mais recente analisada no RP1: de 2004 a 2008.

A ênfase do RP2 no quinquênio 2004-08 justifica-se, em primeiro lugar, pelos volumes recordes de emissões primárias de ações nesse período, apesar da retração de 2008. Em segundo lugar, o próprio fato de ser esta a fase mais recente, lhe confere um peso maior como condicionante das perspectivas que se possa formular para o MAB no futuro próximo - tema do Relatório Final deste projeto. Diante desse objetivo específico, a análise qualitativa

das fases anteriores, descritas no RP1, será aqui mencionada apenas como ponto de referência e contextualização histórica das tendências pós-2004.

A questão central a ser discutida no RP2 refere-se ao caráter temporário (de natureza conjuntural) ou duradouro (de natureza estrutural) da expansão do MAB a partir de 2004. Neste sentido, sugere-se três linhas de investigação, mutuamente complementares:

- a) Análise do papel do mercado externo, aí incluídos o comportamento dos fluxos de capital - aquisições de não residentes no MAB, aquisições e emissões de ações de residentes em mercados externos - e a evolução do mercado de ações internacional (MAI), a partir dos indicadores apurados no RP1.
- b) Análise do papel do ambiente macroeconômico, aí incluídos o comportamento da economia brasileira, a condução da política macroeconômica no Brasil e as possíveis influências do ambiente macroeconômico externo sobre estas condições.
- c) Análise do papel do ambiente institucional, aí consideradas a regulamentação do setor no Brasil, iniciativas de auto-regulação, a política financeira (políticas de incentivo ou restrição da atividade do mercado, incluindo a tributação) e inovações financeiras eventualmente implementadas no MAB.

Além de identificar os fatores explicativos da expansão do MAB no período 2004-08, a compreensão da natureza temporária ou duradoura desta expansão e das perspectivas do mercado para os próximos anos requer ainda uma análise do perfil de risco desta expansão. Assim, visando subsidiar o Relatório Final, que discutirá as perspectivas do MAB na próxima década e suas implicações para os bancos públicos, dois outros aspectos da evolução do mercado são analisados no RP2:

- d) Condições de risco associadas à evolução recente do MAB (período 2004-08).
- e) Eventuais relações entre a evolução do MAB e a atuação dos bancos públicos federais mencionados no RP1 (BNDES, BB e CEF) no mesmo período (2004-08).

No primeiro caso, o objetivo central é identificar a eventual presença de focos de risco associados às condições de liquidez e volatilidade dos preços dos ativos negociados, ao grau de concentração do mercado em setores e/ou investidores específicos (inclusive estrangeiros), etc.. No segundo, o principal objetivo, neste RP2, é avaliar em que medida o crédito daqueles bancos públicos atuou de forma pró-cíclica em relação à evolução do MAB no período 2004-08 - contribuindo para as tendências de expansão e retração da oferta de fundos - ou anticíclica - compensando aquelas tendências. A discussão a respeito das possíveis implicações da evolução do MAB para a atuação futura dos bancos públicos no Brasil é deixada para o Relatório Final.

A análise das relações entre esses cinco fatores (ambientes externo, macroeconômico e institucional, riscos e bancos públicos) e o comportamento do MAB nos anos 2004-08 é desenvolvida em sequência, nas seções II.3 a II.7 deste capítulo, respectivamente. Antes, porém, de forma a nortear a análise empírica que se segue, a seção II.2 apresenta uma breve discussão teórica a respeito das possíveis influências do ambiente externo, macroeconômico e institucional sobre o mercado de capitais e sobre o mercado de ações, em particular. Por fim, a seção II.8 sumaria as principais conclusões do capítulo.

II.2. Papel do ambiente institucional, macroeconômico e externo: uma abordagem preliminar

O princípio básico que orienta a análise desenvolvida neste capítulo, sobre o comportamento do MAB no período 2004-08, pode ser sintetizado por uma observação constante do 1º Relatório Parcial, a respeito da expansão do mercado internacional de capitais nos anos 1980: “O mercado de títulos não poderia ter crescido com o dinamismo que exibiu, no entanto, não tivesse a demanda por esses ativos crescido a taxas semelhantes”. (Sub-Projeto *Mercado de Títulos Brasileiro*, 1º Relatório Parcial, Cap. I, p. 14).

Em outros termos, entende-se que o comportamento do mercado de capitais, em qualquer de seus segmentos, reflete a interação entre as motivações dos potenciais ofertantes (empresas) e demandantes (poupadores individuais e investidores institucionais) de títulos. Tais motivações atuam, assim, como canais de transmissão da influência dos fatores antes apontados como possíveis condicionantes do MAB no período 2004-08. Esta seção discute, de forma preliminar, as possíveis influências do ambiente institucional, macroeconômico e externo sobre o comportamento do mercado de ações.

No primeiro caso, entende-se que a regulamentação adequada vai muito além da simples proteção do investidor não especializado, devendo ater-se, principalmente, à contenção do risco sistêmico (que não deve ser confundido com o risco sistemático, antes mencionado) associado à assunção de riscos, sob incerteza, pelos agentes atuantes no mercado financeiro. O risco sistêmico consiste, essencialmente, na possibilidade de “contágio” entre agentes e segmentos de mercado distintos, difundindo, para todo o mercado, ou grande parte dele, comportamentos defensivos (vendas de ativos em massa, por exemplo, para satisfazer uma maior preferência por liquidez) ou mesmo perdas já ocorridas, quando estas geram inadimplência em cadeia. Sendo a demanda por ativos sujeita a incertezas e, portanto, a erros de previsão, tais situações não são incomuns e, quando

ocorrem, tendem a inibir a demanda por longos períodos. Como se observou no 1º Relatório Parcial:

“[E]struturalmente, na operação normal de mercados financeiros, os seus participantes tendem a assumir posições financeiras frágeis que tornam crises inevitáveis na ausência de intervenção regulatória adequada por parte do Governo e da definição de instrumentos capazes de conter as crises que não tenham sido prevenidas pela aplicação da regulação prudencial.” (Sub-Projeto *Mercado de Títulos Brasileiro*, 1º Relatório Parcial, Cap. I, p. 5, itálicos do original).

Neste enfoque, a intervenção regulatória adequada pode envolver limites à exposição de instituições financeiras e investidores institucionais a riscos, bem como estímulos (fiscais, por exemplo) a operações normalmente preteridas pelos potenciais aplicadores (de baixo retorno e/ou elevado risco estimado). Isto, em princípio, pode limitar a demanda por ativos específicos - basicamente, aqueles que sinalizem taxas de retorno e de risco muito elevadas para os padrões do mercado local - mas contribui, indiretamente, para manter um nível razoável e menos instável de negócios. Assim, por exemplo, a imposição de limites máximos à aquisição de ações, ou de outros tipos de ativos de risco, por parte de instituições financeiras e de investidores institucionais, embora restrinja a demanda por estes ativos pode ser benéfica à expansão do mercado a longo prazo, ao evitar uma exposição excessiva dos investidores a riscos, reduzindo, assim, a probabilidade de uma crise financeira - que inibiria ou interromperia a operação do mercado por longo tempo - decorrente da eventual frustração das expectativas de retorno. Uma regulamentação nestes moldes é particularmente importante para o mercado de ações, que, na qualidade de títulos de renda variável e de maior liquidez, são ainda mais sujeitos a erros de previsão que os ativos de renda fixa (total ou parcialmente, como no caso dos títulos indexados).

Quanto ao ambiente macroeconômico, como sugerido anteriormente, admite-se que um contexto de instabilidade, com crescimento econômico errático, pressões inflacionárias e/ou um quadro de desequilíbrio externo, por exemplo, desestime a demanda por ativos. Nesse cenário, eleva-se o grau de incerteza que cerca as transações financeiras, tornando mais difícil a formulação de prognósticos com relação à evolução dos indicadores econômicos relevantes à formação das expectativas de retorno e risco dos ativos em questão.

A demanda por títulos no mercado de capitais tende a ser mais sensível ao ambiente macroeconômico que a demanda por aplicações financeiras no segmento bancário do mercado (depósitos a vista e a prazo). Os depósitos contam com garantias legais e institucionais ausentes no mercado de capitais, tais como: a obrigatoriedade de devolução, por parte dos bancos, do “valor de face” (integral) dos depósitos (acrescido dos juros

contratados, no caso dos depósitos a prazo); a existência de seguros de depósitos, que garantem, pelo menos, os depósitos a vista, até um determinado valor; e a possibilidade de “socorro” do Banco Central, por meio de empréstimos de última instância, em momentos de dificuldade de liquidez por parte dos bancos depositários.

No mercado de capitais, ao contrário, os bancos de investimento que organizam e viabilizam as operações atuam como meros corretores, não assumindo o risco dos ativos negociados. Os investidores institucionais (fundos de investimento e pensão e seguradoras por exemplo), na qualidade de gestores de recursos de terceiros, não assumem também todos os riscos da operação, garantindo, no máximo, uma taxa mínima de retorno previamente definida por contrato. Assim, nas operações típicas do mercado de capitais, os riscos recaem integralmente (ou quase) sobre o poupador final e, como já observado, não existem linhas de crédito de última instância do Banco Central, ou de qualquer outro tipo de instituição financeira, direcionadas a esses investidores.

A condução da política macroeconômica é também um importante condicionante do comportamento do mercado financeiro. Atuando sobre a taxa básica de juros e sobre as taxas de câmbio, de inflação e de crescimento real do PIB, a política macroeconômica afeta, indiretamente, as expectativas dos potenciais investidores quanto às taxas de retorno e risco dos diversos tipos de ativos existentes. Quanto a este aspecto, cabe ressaltar que a política macroeconômica favorável à demanda por ativos financeiros não é, necessariamente, a que garante as maiores taxas de retorno possíveis (desde que aceitas pelos ofertantes de títulos). No enfoque aqui adotado, como já observado, elevadas taxas de retorno nem sempre são favoráveis a uma expansão saudável do mercado de ativos. Face à presença constante de incerteza e de risco sistêmico, a política macroeconômica mais adequada ao mercado de ativos é a que preserva ou estimula o crescimento econômico, já que este é a fonte geradora de renda para saldar os compromissos financeiros assumidos pelas empresas (ofertantes de títulos).²¹ Além disso, o crescimento econômico é uma possível fonte de nova demanda por ativos (como parte da poupança do período). Este aspecto é particularmente importante no caso das ações, já que estas não oferecem qualquer tipo de rendimento pré-fixado a seus detentores, cujos retornos dependem do desempenho das empresas emissores em seus mercados específicos – que condiciona os possíveis pagamentos de dividendos – e em função deste, das expectativas de valorização do ativo no mercado secundário – que definem o ganho de capital esperado.

²¹ Para uma aplicação desta proposição ao caso brasileiro, nos anos 1990-2006, ver Hermann (2009).

Por fim, a influência do acesso de investidores externos é vista também com cautela nesse enfoque. Por um lado, isso contribui para ampliar a demanda potencial por ativos nos segmentos primário e secundário do mercado nacional. Por outro, a ampliação da liquidez do mercado, proporcionada pelo acesso de um número maior de investidores (não residentes, no caso), está sujeita aos mesmos riscos antes apontados para os ativos de maior liquidez: mercados mais líquidos tendem a ter preços mais voláteis que os de liquidez moderada, o que representa uma fonte adicional de incerteza e de risco sistêmico para o mercado em questão e, possivelmente, de risco cambial e vulnerabilidade externa para a economia do país.

Mais uma vez, entre o leque de ativos existentes em mercados razoavelmente desenvolvidos, as ações tendem a ser o tipo de ativo mais afetado por esse risco de aumento da volatilidade. Pela baixa possibilidade de diferenciação entre ações de diferentes emissores - cujos rendimentos, em qualquer caso, derivam de fatores contingentes (pagamentos de dividendos e ganhos de capital) e não de condições contratuais variadas, como no caso dos títulos de dívida - as ações, tradicionalmente, exibem maior grau de liquidez que estes títulos. Assim, mercados acionários com elevado grau de abertura tendem a tornar-se mais voláteis, especialmente quando se trata de mercados “pequenos” frente aos volumes negociados por investidores estrangeiros. Nestes casos, a influência do mercado externo é ambígua, pelas razões já apontadas, e tende a tornar-se cíclica, alternando fases de estímulo e inibição do mercado.

II.3. O PAPEL DO MERCADO EXTERNO NA EVOLUÇÃO RECENTE DO MAB: FLUXOS DE CAPITAL E COMPORTAMENTO DO MERCADO ACIONÁRIO INTERNACIONAL

II.3.1. Introdução

Além do ambiente institucional (regulamentação, iniciativas de auto-regulação, tributação e inovações financeiras) - que será descrito na seção II.5 à frente -, a gestão da política macroeconômica interna (monetária e fiscal) e o mercado externo são importantes condicionantes do mercado financeiro, mais especificamente do mercado acionário.

Os condicionantes macroeconômicos externos são relevantes para entendermos o comportamento dos mercados acionários. Uma demonstração disso é que se verificou uma crescente expansão do mercado acionário brasileiro entre os anos de 2004 e 2007, período

este em que houve grande aumento da liquidez internacional, redução das taxas-referência de juros internacionais e crescimento mundial.

Um dos principais elementos do mercado externo são os fluxos internacionais de capitais. Estes fluxos, num contexto de livre mobilidade, produzem efeitos contraditórios sobre os mercados acionários nacionais. Se, por um lado, a abertura financeira aumentou a liquidez do mercado, ampliando a demanda potencial por ativos do mercado acionário nacional nos segmentos primário e secundário, por outro, criou uma fonte adicional de risco sistêmico, já que da mesma forma que a liberalização permite a entrada de um grande volume de capital ela também possibilita uma enorme saída em prazos muito curtos, potencializando, portanto, o risco cambial²² e a vulnerabilidade externa.

Dadas as características recentes da economia mundial²³, verifica-se uma forte relação entre a condução da política econômica interna – que, indiretamente, impacta as expectativas dos potenciais ofertantes e demandantes dos mercados acionários – e o comportamento dos fluxos de capital. A maior ou menor relação entre esses elementos e seus possíveis impactos no mercado acionário é uma decorrência das principais variáveis macroeconômicas externas, tais como, a liquidez internacional e taxas-referência de juros.

Tais variáveis macroeconômicas externas são fortemente influenciadas pela gestão macroeconômica dos Estados Unidos devido à sua posição hierárquica no SMI (Sistema Monetário Internacional), já que aquele é o emissor da moeda conversível internacionalmente, bem como o definidor da taxa-referência de juros de curto prazo do sistema. Inclusive o manejo dessas duas variáveis influencia sobremaneira a evolução do MAI, uma vez que variações na taxa de juro dos EUA impactam o “piso” das taxas de retorno de todos os ativos nacionais e internacionais; bem como uma maior ou menor emissão da moeda de curso internacional (dólar) – ampliando ou diminuindo a liquidez internacional – pode mudar, na perspectiva teórica aqui adotada, a escolha de portfólio dos agentes econômicos entre os diversos ativos concorrentes.

O comportamento do mercado acionário em outros países tem efeitos ambíguos sobre o MAB. De um lado, pela concorrência desses outros mercados, pode limitar a expansão da oferta de ações, especialmente a investidores estrangeiros. Por outro, a expansão geral do

²² As variações cambiais produzidas pelo próprio movimento de capitais se tornam, muitas vezes, um estímulo a mais ao movimento de capitais que circulam e buscam arbitrar com a própria taxa de câmbio. Os efeitos perversos das variações cambiais bruscas são amplamente conhecidos na literatura econômica, uma vez que impactam nas exportações e nos valores dos importados, no balanço patrimonial das empresas e na capacidade de pagamento das firmas que contraem dívidas em moeda estrangeira, dentre outros efeitos.

²³ Livre mobilidade de capital, regimes de taxas de câmbio flutuante, autonomias relativas na capacidade de determinação de variáveis macroeconômicas, mais especificamente da taxa de juros nacional, devido a hierarquias das moedas, com a exceção dos EUA.

MAI pode exercer uma espécie de “efeito demonstração”: na medida em que alguns mercados demonstrem bom desempenho, em termos de rentabilidade e riscos, isto pode chamar a atenção dos investidores (domésticos e, principalmente, estrangeiros) para outros mercados também disponíveis. Este segundo efeito tende a ser mais importante em países com mercados secundários amplos e já conhecidos dos investidores “globais”, como é o caso do Brasil.

Sendo assim, faz-se necessário caracterizar o ambiente macroeconômico internacional, a fim de compreendermos como ele influenciou de forma semelhante e diferenciada o MAB e os mercados de ações nos países selecionados.

Neste sentido, além desta introdução, esta seção foi dividida em duas sub-seções. A primeira descreve de forma estilizada as modificações do ambiente macroeconômico internacional, do MAI e do MAB entre os anos de 1995 e de 2003. A segunda sub-seção tem como objetivo explicar o papel do mercado externo (causas e condicionantes) na recente expansão do MAB entre os anos de 2004 e 2008.

Vale ressaltar que assim como no 1º Relatório parcial a amostra de países do MAI esta dividida em dois grupos: os desenvolvidos (Estados Unidos, Japão, Alemanha e Inglaterra) e os Emergentes (Brasil, Chile, México, Coréia e China)²⁴.

II.3.2. Fatos Estilizados do período 1995-2003

Os mercados acionários internacional e brasileiro, entre 1995 e 2003, foram marcados por dois períodos distintos. O primeiro, entre 1995-1998, caracterizado pela expansão da economia mundial, pelo aumento dos fluxos internacionais de capitais e pelo crescimento do MAI e do MAB (segmento primário e secundário); ao passo que o segundo período, entre 1999 e 2003, foi marcado pela desaceleração da economia mundial, pela desaceleração dos fluxos de capitais, pela instabilidade do sistema financeiro internacional e pela retração do MAI. O MAB também sofreu uma forte retração naquele período, haja vista as duas crises cambiais que o Brasil atravessou, a saber: uma em 1999 (em parte decorrência do contágio da crise asiática) e outra em 2002 (ano da eleição presidencial no país).

No período 1995-98 verificou-se um padrão de crescimento econômico diferenciado entre os Estados Unidos e a Inglaterra (de 3,7%, ao ano em médias anuais, e de 3,2%, ao ano em médias anuais, respectivamente) – Tabela II.5-RP1 – e os demais países desenvolvidos selecionados (de 1,6%, ao ano em médias anuais, na Alemanha; e de 1,1%, ao ano em médias

²⁴ A composição dos índices dos mercados de ações dos países selecionados foi apresentada no RP1.

anuais, no Japão) – Tabela II.5-RP1. Nos EUA a expansão da economia foi fruto inicialmente da política de redução de juros que caiu de 8,1 %, ao ano, em 1990, para 4,2 %, ao ano, em 1994 (Tabela II.1). Num segundo momento o crescimento dos Estados Unidos, entre 1995 e 1999, decorreu principalmente da própria dinâmica do mercado de capitais – “efeito mercado acionário”²⁵ –, que fora favorecida tanto pela posterior elevação da taxa de juros entre 1994 e 1995 (de 4,25 %, ao ano, para 5,8%, ao ano) – Tabela II.1 – quanto pela forte entrada de capitais de portfólio de não residentes na economia americana²⁶. Esta forte elevação pode ser observada na comparação entre 1992-94 (em médias anuais) e 1995-98, quando se verificou um aumento de 147,5% no investimento de não residentes em carteira na economia norte-americana (de U\$ 107.463 milhões para U\$ 265.952 milhões) – Tabela II.2 –, sendo que o maior crescimento foi da sub-conta “compra de ações de empresas nacionais” que aumentou cerca de 531,5% (de U\$ 5.407 milhões para U\$ 34.143 milhões) – Tabela II.2.

Tabela II.1
Mundo, Estados Unidos e China - Indicadores Macroeconômicos Selecionados
Médias Anuais por Período - 1990-2008

Páises	Períodos/ Indicadores	1990	1991	1992-94	1995-98	1999-03	2004	2005	2006	2007	2008	2004-08
Mundo	PIB Cresc. Real (% a.a.)	2,9	1,5	2,5	3,4	3,4	4,9	4,5	5,1	5,2	3,2	4,6
	Inflação (%)	26,3	21,9	33,5	8,8	4,3	3,6	3,7	3,6	4,0	6,0	4,2
	Trans. Corr. % PIB (Média)	n.a.	n.a.	-3,0	-4,2	-2,8	-1,5	-1,9	-3,1	-4,3	n.a.	-2,7
	Reservas Intern. (US\$ Milhões)	933.043	992.451	1.115.471	1.740.439	2.345.796	3.866.793	4.244.317	5.090.950	6.449.901	6.770.519	5.284.496
Estados Unidos	PIB Cresc. Real (% a.a.)	1,9	-0,2	3,3	3,7	2,6	3,6	2,9	2,8	2,0	1,6	2,6
	Inflação (%)	5,4	4,2	2,9	2,4	2,5	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	3,2
	Tx básica de juros (% a.a.)	8,1	5,7	3,6	5,5	3,6	1,4	3,2	5,0	5,0	1,9	3,3
	Trans. Corr. % PIB	-1,4	0,0	-1,3	-1,8	-4,1	-5,3	-5,9	-6,0	-5,3	-4,6	-5,4
China	PIB Cresc. Real (% a.a.)	3,8	9,2	13,8	9,5	8,7	10,1	10,4	11,6	11,9	9,7	10,7
	Inflação (%)	3,1	3,4	15,1	6,9	0,0	3,9	1,8	1,5	4,8	5,9	3,6
	Tx básica de juros (% a.a.)	7,9	7,2	9,1	8,1	3,0	3,3	3,3	3,3	3,3	2,8	3,2
	Taxa de Câmbio (/US\$)	4,8	5,3	6,6	8,3	8,3	8,3	8,2	8,0	7,6	6,9	7,8
	Trans. Corr. % PIB	3,1	3,2	0,2	2,0	1,9	3,6	7,2	9,4	11,3	9,5	8,2

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do International Monetary Fund: World Economic Outlook Database, April 2009 e International Financial Statistics, Maio 2009 .

²⁵ Este efeito foi provocado pela elevação dos preços das ações. O aumento desse tipo de riqueza induz maiores gastos de consumo e investimento. Efeito este que tem dois componentes: um “efeito-renda”, que financia o consumo com base em dividendos e juros, e um efeito “posse de patrimônio”, que patrocina despesas apoiadas em antecipações de ganhos financeiros.

²⁶ Essa elevação na entrada de capitais externos decorreu do aumento do diferencial de juros dos Estados Unidos em relação às demais economias desenvolvidas, acordado no âmbito do G7 (Acordo de Plaza Invertido).

Tabela II.2
Estados Unidos - Fluxo de Capital (Investimento em Carteira)
Médias Anuais por Período em US\$ Milhões - 1990-2008

Indicadores	Períodos						
	1990	1991	1992-94	1995-98	1999-03	2004-08	2008
Invest. de não residentes em Carteira	22.010	57.540	107.463	265.952	425.657	913.888	598.049
Ações de Cias. Nacionais	-15.960	10.420	5.407	34.143	103.080	104.872	30.225
Tít. de Renda Fixa LP e CP	37.970	47.120	102.057	231.809	322.576	809.017	567.824
Investimento em carteira de residentes em mercados externos	-28.771	-45.677	-86.202	-129.691	-102.497	-212.961	163.641
Ações de Cias. estrangeiras	-7.410	-30.660	-48.019	-76.716	-93.020	-104.116	6.294
Tít. de renda fixa LP e CP	-21.361	-15.017	-38.183	-52.976	-9.477	-108.845	157.347

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do International Monetary Fund: World Economic Outlook Database, April 2009 e International Financial Statistics, Maio 2009 .

A mudança de patamar do mercado de capitais norte-americano (capital de risco e as ofertas públicas em bolsas (IPO's)), que configurou a "Nova Economia", pôde ser observada a partir da evolução dos seus segmentos primário e secundário. Na comparação "ponta a ponta", entre 1995 e 1998, verificou-se um crescimento de 35,7% do volume do mercado primário de ações (IPO's + OPS's - Oferta Pública Subsequente) - Tabela II.8 - RP1 anexo I - e uma elevação de 118,3% no volume negociado anualmente em bolsa (Tabela II.12 - RP1 anexo I).

Quanto ao conjunto dos países desenvolvidos selecionados sem considerar os EUA, verificou-se, entre 1995 e 1998, um crescimento econômico moderado de 2,0%, ao ano em médias anuais (Tabela II.5 - RP1), e um aumento na entrada de capitais em carteira de não residentes de US\$ 46.023 milhões, na média anual entre 1992-94, para US\$ 78.190 milhões, na média anual entre 1995-98 (crescimento de 69,9% nesta comparação) - Tabela II.3.

Tabela II.3
Países Desenvolvidos Selecionados s/ considerar os EUA - Fluxo de Capital (Invest. em Carteira)
Médias Anuais por Período em US\$ Milhões - 1990-2008

Indicadores	Períodos						
	1990	1991	1992-94	1995-98	1999-03	2004-08	2008
Invest. de não residentes em Carteira	82.280	185.067	136.584	214.104	326.625	554.141	-71.947
Ações de Cias. Nacionais	-11.821	52.933	46.023	78.190	136.413	63.367	-155.058
Tít. de Renda Fixa LP e CP	94.106	132.134	90.561	135.914	190.212	490.774	83.111
Investimento em carteira de residentes em mercados externos	-81.741	-155.778	-150.846	-226.674	-304.813	-494.973	-162.596
Ações de Cias. estrangeiras	-6.271	-36.738	-36.827	-50.381	-98.548	-112.269	-24.307
Tít. de renda fixa LP e CP	-75.469	-119.040	-114.019	-176.293	-206.264	-382.704	-138.288

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do International Monetary Fund: World Economic Outlook Database, April 2009 e International Financial Statistics, Maio 2009 .

Ainda neste período - 1995-98 - no que diz respeito aos países emergentes, observou-se um crescimento econômico moderado com estabilidade do nível de preços e uma redução da entrada de capitais em carteira de não residentes (queda de U\$ 53.132 milhões, na média anual entre 1992-94, para U\$ 33.820 milhões, na média anual entre 1995-98), provavelmente originada dos efeitos da crise financeira mexicana e de seu contágio (Tabela II.4). O Brasil também apresentou esta mesma tendência de redução da entrada de capitais.

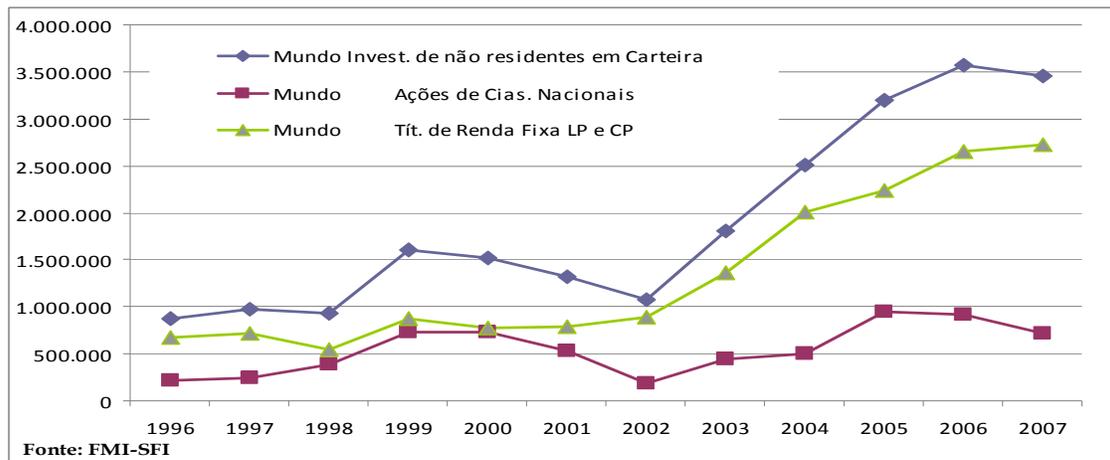
A despeito disso, o período entre 1995-98 foi marcado pela consolidação da abertura comercial e financeira e pela ampliação do mercado acionário destes países. Na comparação “ponta a ponta”, entre 1995-98, do conjunto dos países emergentes selecionados observou-se um aumento de 94,3% no volume negociado no mercado primário de ações (Tabela II.8 - RP1 anexo I) e de 10,8% no volume negociado anualmente em bolsa (Tabela II.12 - RP1 anexo I). Quanto ao Brasil, verificou-se, nesta comparação, um forte crescimento da emissão primária (cerca de 209,6%) (Tabela II.8 - RP1 anexo I) e no volume negociado (cerca de 144,8%) - Tabela II.12 - RP1 anexo I.

De forma oposta ao período imediatamente anterior, os anos entre 1999-2003 foram caracterizados pela forte instabilidade no mercado financeiro internacional - haja vista o desdobramento da crise financeira asiática (1997) e russa (1998), as crises financeiras brasileira (1999 e 2002) e argentina (2001-02) e o estouro da bolha da internet (Nasdaq) em 2000 - e pela desaceleração do crescimento mundial, sobretudo nos anos de 2001 e 2002 pós-crise da Nasdaq. O crescimento mundial recuou de 3,5%, em 1999, para 2,2% em 2001 (Tabela II.1), o investimento mundial de não residentes em carteira caiu de US\$ 1.602.090 milhões, em 1999, para US\$ 1.081.670 milhões, em 2002, só passando a se recuperar a partir de 2003 (Gráfico II.1), e o investimento mundial de não residentes em ações também caiu fortemente de US\$ 725.454 milhões, em 1999, para US\$ 186.979 milhões, em 2002 (cerca de 74,2%) - Gráfico II.1.

No período 1999-2003, na comparação com o período 1995-1998 (em médias anuais), o volume monetário de emissões primárias de ações para o total da amostra cresceu apenas cerca de 3,6%, ao passo que para os países desenvolvidos selecionados também se verificou um pequeno aumento de 6,3% (Tabela II.8 - RP1). Já para os países emergentes observou-se uma redução de 25,7% nas emissões primárias (Tabela II.9 - RP1). No que diz respeito ao mercado secundário nesta mesma comparação verificou-se uma desaceleração nas taxas de expansão tanto no total da amostra como nos subconjuntos de desenvolvidos e de emergentes.

Gráfico II.1

Evolução do Fluxo de Capital Mundial (Investimento em Carteira) - 1996-2007
Totais Anuais por Período em US\$ milhões - 1996-2008



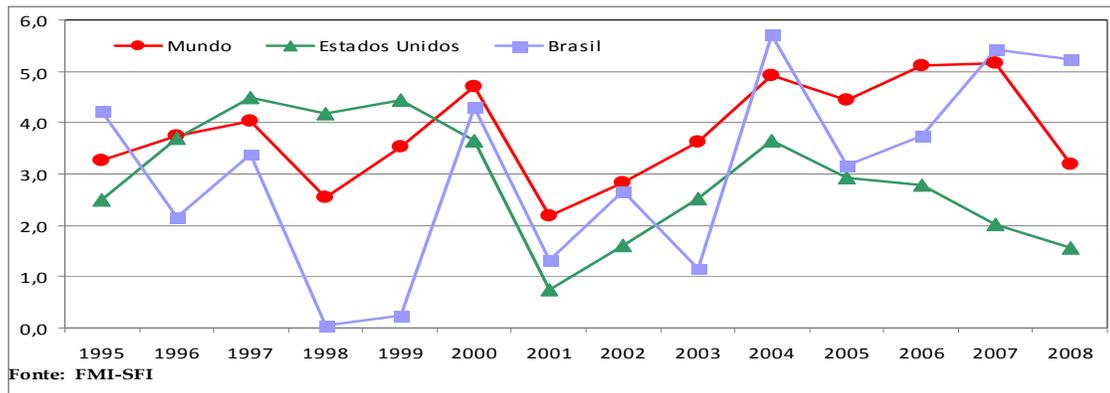
No último ano do sub-período 1999-03 a economia internacional, o MAI e o MAB começavam a apresentar os primeiros sinais de recuperação, fruto, inicialmente, da mudança de sinal na política macroeconômica dos EUA. Esta recuperação foi marcada por uma forte expansão da esfera produtiva-real e financeira em quase todo o mundo, inclusive o MAB apresentou uma expansão recorde principalmente no segmento primário. Quais foram as causas e o condicionantes desta recuperação do MAI? De maneira mais específica, qual foi o papel do mercado externo (fluxo de capital e mercado de ações internacional) na recente expansão recorde do MAB? Esta questão é discutida a seguir.

II.3.3. A Expansão Recente do MAB entre 2004 e 2008: do ciclo de expansão produtiva e financeira mundial à crise do sub-prime

Como se demonstrou no 1º Relatório Parcial deste Sub-Projeto (doravante, RP1), entre 2004 e 2008, o MAB apresentou forte expansão tanto do seu segmento primário quanto secundário. Inclusive neste período verificaram-se volumes recordes de emissão primária (sobretudo em 2007), a despeito da retração de 2008 originada da crise do sub-prime. Esta expansão não foi uma exclusividade do MAB, já que também se verificaram expansões nos mercados acionários de vários países do mundo. A despeito das diferentes formas de expansão do MAB e dos mercados acionários de outros países, destacadas mais a frente, esse movimento expansivo dos mercados acionários foi, em boa medida, fruto da mudança do ambiente macroeconômico internacional (ciclo de expansão da economia mundial) - Gráfico II. 2 -, e seus desenlaces nos fluxos de capitais.

Gráfico II.2.

Mundo, EUA e Brasil - Evolução da taxa de crescimento do PIB
Totais Anuais por Período - 1995-2008

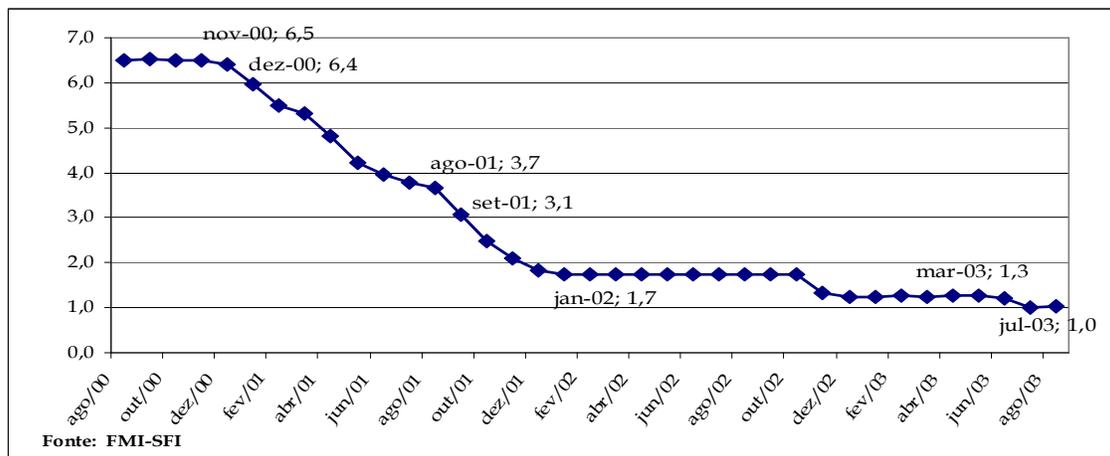


O ciclo de expansão recente da esfera produtiva-real e financeira da economia mundial (crescimento médio de 4,6% do PIB, entre 2004-2008) - Tabela II.1 - foi fruto da combinação de vários fatores. Dentre os quais podemos destacar:

- i) o reforço das políticas macroeconômicas expansionistas dos EUA - levadas a cabo depois do "crash" da Nasdaq em outubro de 2000 - após os atentados de 11 de setembro de 2001, por meio da forte redução das taxas de juros de 3,1%, em setembro de 2001, para 1,7%, em janeiro 2002 (Gráfico II.3). Tendência esta já verificada antes dos atentados quando a taxa de juros passou a cair mês a mês desde dezembro de 2000 (6,4%) até alcançar o valor de 3,7% em agosto de 2001 (Gráfico II.3); e por meio do aumento dos gastos públicos e da redução dos impostos. Isto permitiu uma recuperação econômica muito rápida da economia norte-americana que já em 2004 estava crescendo a uma taxa de 3,6% (Tabela II.1);

Gráfico II.3.

EUA - Evolução da taxa de juros básica
Totais Mensais por Período - Ago./00 - Ago./03



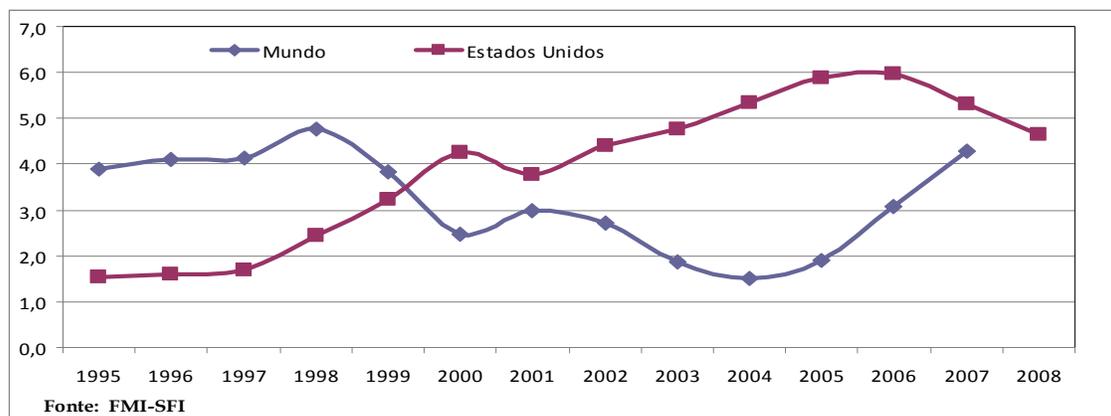
i) a política econômica da China que optou por lançar um ambicioso programa de investimentos públicos em infra-estrutura, bem como manter sua taxa de câmbio fixa em relação ao dólar durante e após a crise do “crash” da Nasdaq, em 2000, e dos atentados de 11 de setembro de 2001 (Tabela II.1), quando o dólar passou a se desvalorizar em relação às principais moedas, inclusive em comparação com algumas moedas de países asiáticos.

Estes dois elementos em conjunto possibilitaram, por um lado, a manutenção e o posterior aumento das exportações chinesas para os Estados Unidos após sua rápida recuperação e, por outro, o aumento das importações chinesas de produtos industriais dos demais países asiáticos e de matérias primas e alimentos dos países em desenvolvimento.

Com a rápida recuperação da economia norte-americana verificou-se uma forte aceleração de suas importações, resultando num aumento do seu déficit em transações correntes como proporção do PIB, que passou de 3,8%, em 2001, para 5,3% em 2004; ao mesmo tempo em que provocou uma redução no déficit em transações correntes no resto do mundo (Tabela II.1 e Gráfico II.4). Com isso ocorreu a geração de superávits no Balanço de Pagamento de alguns países, reduzindo assim as restrições externas desses países por meio do acúmulo de reservas internacionais.

Gráfico II.4.

Mundo e EUA - Déficit em Transação Corrente % PIB
Totais Anuais por Período - 1995-2008



A dinâmica de ampliação do déficit em transações correntes da economia americana, em associação com sua política fiscal expansionista, provocou um significativo aumento da liquidez internacional, que pode ser notada pelo aumento das reservas internacionais que saltou de US\$ 2.345.796 milhões no período 1999-03 (em médias anuais) para US\$ 5.284.469 milhões no período 2004-08 (em médias anuais), crescimento de 125,3%, o qual foi muito

maior que o crescimento do PIB mundial (de 35,3% para esta mesma comparação) (Tabela II.1).

Esse ambiente macroeconômico internacional favoreceu a ampliação da demanda por ativos financeiros, mais especificamente das ações, por várias razões, a saber: i) a redução das taxas de juros diminuiu os rendimentos oferecidos por ativos alternativos às ações, tal como, os títulos de dívida; ii) o crescimento econômico, com inflação sob controle, gerou um excedente (poupança) que pôde funcionar como fonte para nova demanda de ativos; iii) o aumento da liquidez internacional que permitiu a ampliação e redistribuição do estoque de riqueza entre os diversos tipos de ativos concorrentes. Com esse cenário de estabilidade macroeconômica, aumentou o grau de confiança nas expectativas de ganhos futuros - pelo menos até a crise do sub-prime em finais de 2007 -, o que potencializou a demanda por títulos de modo geral, e de ações, em específico. Isto pôde ser observado pelo crescimento do investimento mundial de não residentes tanto em títulos quanto em ações (Gráfico II.1), que apresentou crescimento de 48% no período 2004-07, na comparação com o 1999-03 (em médias anuais), (de US\$ 725.454 milhões para US\$ 772.937).

No que se refere ao total dos países desenvolvidos selecionados (EUA, Japão, Alemanha e Inglaterra) observou-se uma elevação dos investimentos de não residentes em ações de companhias nacionais de 34,5% no período 2004-07, no cotejo com 1999-03 (em médias anuais, de US\$ 239.493 milhões para US\$ 322.010) - Tabela II.4. Esta tendência também foi verificada, neste tipo de comparação, para o total dos países emergentes selecionados (Brasil, Chile, México, Coréia do Sul e China), só que com um aumento ainda maior (de 125,1%).

Cabe destacar que este aumento dos investimentos de não residentes em ações, entre 2004-07, tanto nos desenvolvidos quanto nos emergentes, foi seguido por uma forte redução no ano de 2008, a ponto de afetar a média do período 2004-08 que passou a ser negativa. No total dos países desenvolvidos selecionados (EUA, Japão, Alemanha e Inglaterra) observou-se uma redução dos investimentos de não residentes em ações de companhias nacionais de 29,3% no período 2004-08, no cotejo com 1999-03 (em médias anuais), (de US\$ 239.493 milhões para US\$ 168.239) - Tabela II.4. Tendência esta também observada, neste tipo de comparação, para o total dos países emergentes selecionados (Brasil, Chile, México, Coréia do Sul e China), só que com um declínio menor (de 13,7%).

Tabela II.4

Total de Desenvolvidos e Emergentes Selecionados - Invest. em Carteira de não residentes
Médias Anuais por Período em US\$ Milhões - 1995-2008

Países	Indicadores	Períodos										
		1990	1991	1992-94	1995-98	1999-03	2004	2005	2006	2007	2008	2004-08
Total dos Emergentes Seleccionados	Invest. de não residentes	4.970	20.208	53.132	33.820	23.289	33.942	51.753	62.110	113.339	-20.612	48.106
	Ações de Cias. Nacio.	2.846	7.133	16.754	10.872	17.139	19.958	35.003	44.867	15.907	-41.772	14.793
	Tit. de Renda Fixa	2.125	13.076	36.378	22.948	6.150	13.984	16.750	17.242	97.432	21.159	33.313
Total dos Países Desenvolvidos Seleccionados	Invest. de não residentes	104.290	242.607	244.048	480.056	752.282	1.374.096	1.480.582	1.791.463	2.167.906	526.102	1.468.030
	Ações de Cias. Nacio.	-27.781	63.353	51.430	112.333	239.493	139.491	260.737	232.474	333.327	-124.833	168.239
	Tit. de Renda Fixa	132.076	179.254	192.618	367.723	512.788	1.234.604	1.219.844	1.558.988	1.834.582	650.935	1.299.791

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do International Monetary Fund: World Economic Outlook Database, April 2009 e International Financial Statistics, Maio 2009.

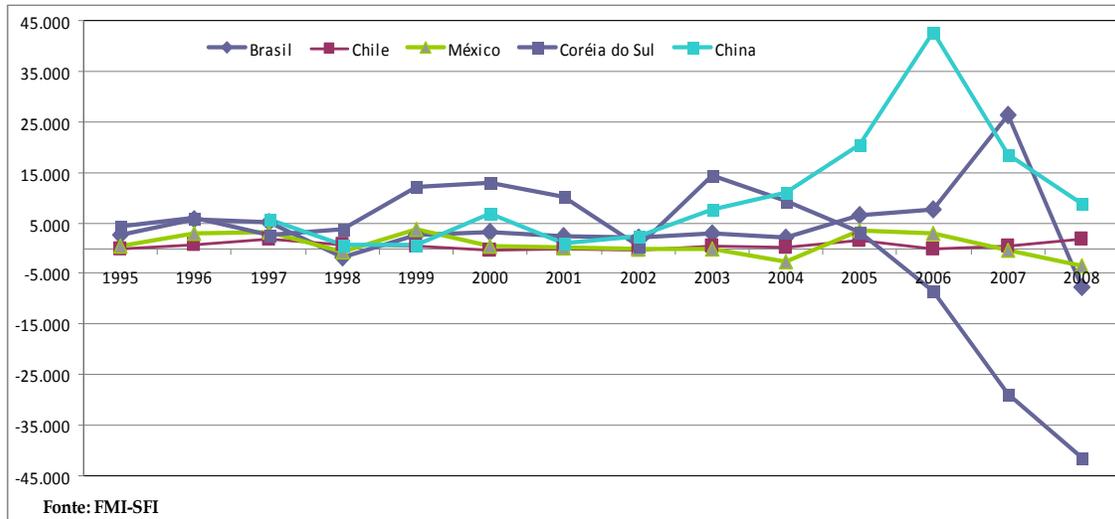
A redução dos investimentos de não residentes em ações, entre 2004-08 em relação ao período 1999-03, foi fruto da crise do sub-prime, já que entre 2004 e 2007 verificou-se uma constante entrada deste fluxo de capital para os mercados acionários dos diferentes países. Os efeitos da crise se fizeram sentir por meio da redução de investimento de não residentes em ações nos países emergentes e especialmente nos desenvolvidos, já que esses últimos foram o epicentro da crise.

A evolução da entrada de capitais de não residentes no mercado acionário brasileiro seguiu, em certa medida, a mesma tendência das entradas nos outros países emergentes com a exceção do ano de 2007. Enquanto os outros países da amostra apresentaram desaceleração da entrada de capitais, inclusive o México e a Coreia apresentaram saídas de capitais de não residentes dos seus mercados acionários, o Brasil apresentou forte expansão do investimento externo em bolsa (de US\$ 7.716 milhões, em 2006, para US\$ 26.217, em 2007, crescimento de 239,8%) – Gráfico II.5.

Esse elevado aumento dos investimentos de não residentes em ações brasileiras, com uma tendência oposta à verificada nos demais emergentes, num ano marcado pelo início da crise sub-prime, provavelmente se explica pela expectativa de que o país seria classificado como “investment grade”, o que se confirmou em abril de 2008, quando a Agência Standard & Poor’s elevou a classificação do país a este nível. Inclusive, em 2007, o Brasil foi o país que mais recebeu investimentos externos destinados ao mercado de ações, dentre os países emergentes selecionados (Gráfico II.5).

Gráfico II.5

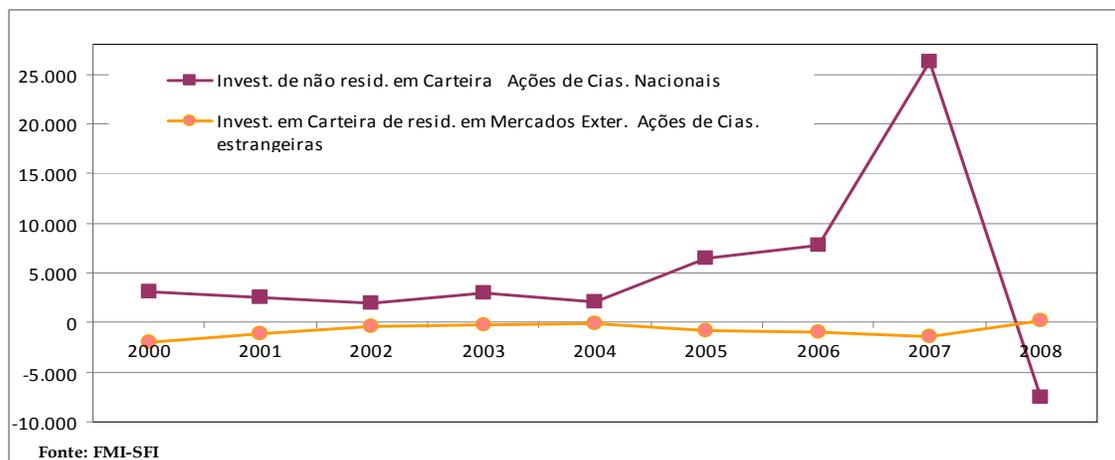
Países Emergentes Seleccionados - Invest. em Carteira de não residentes
Totais Anuais por Período em US\$ Milhões - 1995-2008



Com a ampliação da crise sub-prime, verificou-se, em 2008, uma reversão dos investimentos externos em ações brasileiras, uma vez que o Brasil passa a apresentar uma saída de capital neste tipo de conta (de US\$ 26.217 milhões, em 2006, para US\$ -7.565, em 2008). Já no que diz respeito aos investimentos de residentes brasileiros no mercado acionário internacional, verificou-se um “repatriamento de capital” com a crise, pois a tendência estabelecida, desde 2000, de saída de capital deste tipo de conta foi revertida em 2008 (de US\$ -1.413 milhões, em 2007, para US\$ 257 milhões, em 2008) - Gráfico II.6.

Gráfico II.6.

Brasil - Investimento em Carteira de não Residentes e Residentes em Ações Totais Anuais por Período - 2000-2008



O ambiente de estabilidade macroeconômica internacional, acima descrito, acabou favorecendo notavelmente o mercado acionário brasileiro e mundial entre 2004 e 2008, estimulando o mercado primário. A abertura de capital de novas firmas, a partir das IPO's de ações, e a emissão primária subsequente de firmas já listadas em bolsa, observada por

meio das OPS's de ações, cresceu fortemente nesse período, especialmente em países emergentes, os quais não possuem mercados aprofundados de capitais.

Nos países desenvolvidos selecionados, no período 2004-08 na comparação com 1999-03 (em médias anuais), observou-se um crescimento de 13,6% nas emissões primárias (IPO + OPS), ao passo que nos países emergentes verificou-se um crescimento ainda maior, de 70,9% (Tabela II.5). Com este crescimento ocorreu um aumento na participação dos emergentes no total de emissões de IPO's + OPS's de todas as bolsas listadas na Federação Mundial de Bolsa de Valores (World Federation of Exchanges - WFE) que passou de 4,6%, em 1999-03 (em médias anuais), para 8,0% em 2004-08 (em médias anuais) - Tabela II.5. O Brasil, dentre estes emergentes, teve o segundo maior crescimento, atrás apenas da China, de 350% neste tipo de comparação (Tabela II.9 - RP1).

Tabela II.5

**Emissões Primárias de Ações (Oferta Pública Inicial (IPO) e Oferta Pública Subsequente (OPS))
 Médias Anuais por Período em US\$ Milhões - 1995-2008**

Ano	Países Desenvolvidos		Países Emergentes		Total	
	Total (1)	Partic. do Total ¹ (%)	Total (2)	Partic. do Total ¹ (%)	Total (1+2)	Partic. do Total ¹ (%)
1995-98	246.850	58,1	22.699	5,3	269.549	63,4
1999-03	260.961	47,5	21.978	4,6	282.940	52,2
2004	230.025	43,5	28.758	5,4	258.783	48,9
2005	268.810	45,5	22.689	3,8	291.499	49,3
2006	249.179	34,5	45.731	6,3	294.910	40,8
2007	298.413	30,9	153.765	15,9	452.178	46,8
2008	435.643	43,6	83.703	8,4	519.346	52,0
2004-08	296.414	39,6	66.929	8,0	363.343	47,6

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de World Federation of Exchanges

Notas:

(1) Total das emissões de IPO's + OPS's nas Bolsas listadas na WFE

Assim como as emissões primárias totais (IPO's + OPS's), verificou-se também um aumento da abertura de capital de novas firmas (IPO's). No período 2004-08, na comparação com 1999-03 (em médias anuais), verificou-se um crescimento de 18,2% na emissão de IPO's nos países desenvolvidos selecionados (Tabela II.6), de 97,7% no total dos emergentes selecionados e de 222% no Brasil (Tabela II.7). A ampliação do volume de IPO's no MAI, em certa medida, decorreu das estratégias das empresas em tentar aproveitar as "janelas de oportunidades" do mercado acionário, isto é, da forte elevação da demanda e dos preços das ações.

Tabela II.6

**Emissão Primárias de Ações de Oferta Pública Inicial (IPO) - Países Desenvolvidos
 Selecionados - Médias Anuais por Período em US\$ Milhões - 1995-2008**

Ano	Total		Estados Unidos		Japão		Alemanha		Inglaterra	
	(IPO)	Partic. do Total ¹ (%)	(IPO)	Partic. do Total ¹ (%)	(IPO)	Partic. do Total ¹ (%)	(IPO)	Partic. do Total ¹ (%)	(IPO)	Partic. do Total ¹ (%)
1995	70.862	71,7	48.059	48,6	0	0,0	18.106	18,3	4.697	4,8
1995-98	85.329	64,2	63.170	47,1	0	0,0	12.262	12,2	9.896	7,2
1999-03	80.329	41,8	69.807	35,6	13	0,0	1.103	0,4	9.405	5,7
2004	86.893	41,5	70.304	33,6	272	0,1	2.485	1,2	13.831	6,6
2005	87.768	38,4	56.308	24,6	290	0,1	1	0,0	31.169	13,6
2006	110.744	33,9	54.505	16,7	431	0,1	0	0,0	55.807	17,1
2007	130.475	33,4	75.844	19,4	784	0,2	0	0,0	na	na
2008	58.536	36,5	44.752	27,9	330	0,2	0	0,0	13.455	8,4
2004-08	94.883	36,7	60.343	24,4	421	0,2	497	0,2	33.622	11,9

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de World Federation of Exchanges

Notas:

(1) Total das emissões de IPO nas Bolsas listadas na WFE

É preciso destacar que o crescimento das IPO's do total dos mercados emergentes selecionados e do Brasil provocaram mudanças em suas participações no total de emissões de IPO's de todas as bolsas listadas na Federação Mundial de Bolsa de Valores (World Federation of Exchanges - WFE). Entre 1999-03 (em médias anuais) e 2004-08, a participação total dos emergentes selecionados aumentou de 5,9% para 10,8% e do Brasil aumentou de 0,1% para 2,5% (Tabela II.7).

Tabela II.7

Emissão Primárias de Ações de Oferta Pública Inicial (IPO) - Países Emergentes Selecionados
Médias Anuais por Período em US\$ Milhões - 1995-2008

Ano	Total		Brasil		Chile		México		Coréia do Sul		China	
	(IPO)	Partic. do Total ¹ (%)	(IPO)	Partic. do Total ¹ (%)	(IPO)	Partic. do Total ¹ (%)	(IPO)	Partic. do Total ¹ (%)	(IPO)	Partic. do Total ¹ (%)	(IPO)	Partic. do Total ¹ (%)
1995	2.265	2,3	192	0,2	NA	na	15	0,0	2.058	2,1	0	na
1995-98	1.697	1,3	209	0,2	272	0,2	183	0,1	1.101	0,9	0	na
1999-03	7.363	5,9	168	0,1	581	0,5	137	0,1	2.600	1,9	3.877	5,6
2004	15.891	7,6	259	0,1	258	0,1	151	0,1	10.952	5,2	4.270	2,0
2005	5.965	2,6	2.029	0,9	486	0,2	563	0,2	2.183	1,0	704	0,3
2006	23.604	7,2	6.041	1,9	0	0,0	863	0,3	2.853	0,9	13.847	4,2
2007	92.418	23,6	27.834	7,1	230	0,1	888	0,2	na	na	63.465	16,2
2008	20.879	13,0	4.154	2,6	36	0,0	592	0,4	1.165	0,7	14.932	9,3
2004-08	31.751	10,8	8.063	2,5	202	0,1	611	0,2	4.288	1,9	19.444	6,4

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de World Federation of Exchanges

Notas:

(1) Total das emissões de IPO nas Bolsas listadas na WFE

Essa tendência de crescimento das emissões primárias de IPO's foi revertida no ano de 2008 em todos os países selecionados (Tabela II.6 e II.7). Isto ocorreu em virtude da instabilidade econômica internacional, decorrente da crise dos sub-primés, o que aumentou a preferência pela liquidez e reduziu a demanda por ações e demais ativos financeiros.

II.4. PAPEL DO AMBIENTE MACROECONÔMICO NA EVOLUÇÃO RECENTE DO MAB

II.4.1. Introdução

Como observado na seção II.2 deste Capítulo, as condições macroeconômicas tendem a ser importante condicionante do comportamento do mercado financeiro, e do mercado de ações, em particular. Um ambiente macroeconômico instável, especialmente se marcado por baixo crescimento econômico, ao ampliar a incerteza que cerca os rendimentos futuros em

geral, inibe a demanda por ativos financeiros e, pelas razões já apontadas, mais ainda a demanda e a oferta de ações.

A condução da política macroeconômica é relevante também porque atua sobre o comportamento de variáveis macroeconômicas, em especial, sobre as taxas de juros, câmbio, inflação e crescimento econômico, cruciais para o cálculo efetuado pelos demandantes de ativos acerca dos rendimentos e riscos esperados. O grau de estabilidade ou instabilidade no comportamento desses indicadores influenciaria a expectativa de seu comportamento futuro e, no caso de instabilidade, dificultaria o cálculo do rendimento e risco dos ativos.

Na ponta da oferta, as empresas estarão, igualmente, levando em consideração a possibilidade de efetuar esses cálculos, quando escolhem se, quando, em que extensão, e de que forma (se com dívidas ou com emissão de ações) devem expandir sua capacidade além dos lucros retidos, *vis-à-vis* sua expectativa de retorno com o emprego dos novos ativos, que também leva em consideração o comportamento desses indicadores.

Políticas que privilegiem o crescimento econômico tendem a ser fator de estímulo ao mercado de ações, pelo lado da oferta e da demanda, porque sustentam a geração de renda necessária para garantir um bom desempenho das empresas (e, portanto, expectativas de distribuição de dividendos e de valorização das ações), estimulam os investimentos e, em decorrência, a demanda por recursos para financiá-los, nas diferentes formas que o mercado financeiro possa oferecer.

Em especial, a vigência de taxas de juros nominais e reais elevadas e/ou instáveis tende a ser fator de desestímulo ao desenvolvimento do mercado acionário, pelo menos por três fatores, além dos seus efeitos nocivos sobre o nível de crescimento da economia:

- i) eleva os rendimentos oferecidos pelos ativos alternativos que concorreriam com as ações, em especial os títulos de dívida;
- ii) cria um ambiente de incerteza geral, incentivando a adoção por parte do investidor de estratégias que representem mais segurança/liquidez; e
- iii) dificulta a valoração das empresas e, por conseguinte, a precificação de suas ações, por exemplo, o cálculo do valor presente do fluxo de caixa descontado, comumente utilizado para esse fim.

Esta seção está subdividida em duas subseções. A primeira consiste numa análise sucinta do período 1994-2003, cujo objetivo é principalmente servir de ponto de referência e de contextualização para o período 2004-08. A segunda subseção analisa os condicionantes macroeconômicos para o desenvolvimento do MAB no período 2004-08, e está subdividida de acordo com três fatores considerados relevantes para a presente discussão: a relação do

Brasil com o resto do mundo, a condução da política macroeconômica e o crescimento econômico.

II.4.2. - Breve Análise do Período 1994-2003

Tratando-se de determinantes macroeconômicos do comportamento do mercado de ações, a década que demarca o período de 1994 a 2003 traz duas mudanças estruturais importantes que foram herdadas do governo anterior pelo governo Luiz Inácio Lula da Silva em seu primeiro mandato (2003-06).

Em primeiro lugar o processo de abertura ao exterior, implementado de 1990 a 1995, que, além de promover uma expansão das importações de bens e serviços, praticamente elimina as barreiras existentes ao acesso dos capitais externos às aplicações financeiras oferecidas no mercado doméstico, promovendo mudanças profundas em nossa balança de capitais potencial.

Em segundo lugar, cumpre destacar a consolidação, de 1995 a 1998, da estabilidade de preços que decorreu da implementação do Plano Real. O controle do processo de alta inflação, como se discutia à época, seria condição para permitir uma expansão do horizonte de cálculo dos agentes econômicos, necessário às tomadas de decisão que envolvessem prazos mais longos, como as decisões de investimento. Além disso, o mercado de ações se ressentia há muito de uma concorrência desleal com os ativos de renda fixa que possuíam, em geral, mecanismos eficientes de proteção à desvalorização da moeda.

No entanto, a política econômica, em especial, a política monetária, não foi fator de estímulo ao mercado de títulos de renda variável. Pelo contrário, ao longo dos anos que demarcaram os dois mandatos do Presidente Fernando Henrique Cardoso (1995/2002), a política monetária adotada de sustentação de juros altos estagnou o crescimento e direcionou a poupança financeira para os títulos públicos. De fato, o crescimento médio real do PIB no período de 1995 a 2002 foi de 2,3%, portanto, bastante inexpressivo.

Ocorreu um breve período de recuperação da economia a partir de 1993. A taxa de crescimento do PIB negativa em 0,5%, em 1992, subiu para 4,9%, em 1993, e, ainda acelerou em 1994, atingindo 5,9%, mas desacelerou um pouco a partir de 1995 (4,2%), reduzindo bem mais em 1996, quando chega a 2,2%.

A elevação da relação FBCF/PIB em 2003 e 2004 indicava importante influência do investimento agregado no crescimento ocorrido nestes dois anos. Já a partir de 1995, porém, observa-se queda da relação FBCF/PIB, sinalizando que o investimento agregado teria influenciado no sentido inverso, a partir desse período, contribuindo para a queda das taxas

de crescimento do PIB (ver RP1, Cap. II, Tabela II.1). Contribuíram também para a desaceleração do nível de atividade os saldos comerciais negativos, a partir de 2005, e a política de juros altos e de limites ao crédito, adotada desde fins de 1994, pelo Banco Central do Brasil.

Com relação ao comportamento do MAB, em particular para o período de 1995-98, alguns fatores positivos teriam explicado uma fase de crescimento que não chega a ser extraordinária, mas se destaca do período anterior. São eles: a) o significativo, ainda que instável, fluxo de capital externo; b) o controle do processo inflacionário; c) e as taxas de crescimento maiores nos anos de 1994 e 1995, ainda que decrescentes.

Assim, nos anos de 1995 a 1998, a expansão do MAB foi fortemente condicionada pela participação dos investidores estrangeiros e os dados para o segmento primário demonstram clara expansão com relação ao período anterior (1992-94): a média anual dos valores relativos às ofertas públicas primárias de ações, em dólares, deu um salto de 241%. Além disso, a relação entre as emissões primárias de títulos e a formação bruta de capital fixo (FBCF) salta de 1,5% em 1992-94 (em média) para 3,2% entre 1995-98 (RP1, Cap. II, Tabela II.15).

Ressalte-se, porém, que, observando o mercado de capitais como um todo, apesar do crescimento verificado no período para o mercado de ações, este segmento não chegou a acompanhar a expansão observada no mercado de títulos de dívida (debêntures), conforme demonstrado no RP1 (Cap. II, II.5.2). Enquanto no período 1995-98 as ofertas públicas primárias no mercado de capitais como um todo (ações e títulos de dívida), em dólares, cresceram 483% em relação ao período anterior (em médias anuais), as emissões de ações cresceram 242%, de forma que o segmento de ações continuou perdendo espaço para os títulos de dívida, trajetória que vinha sendo observada desde 1991, e que vai até 2003 (RP1, Cap. II, Tabela II.16). Enquanto entre 1992-94, quando se inicia a recuperação do mercado de capitais, as ações representavam 47% das ofertas públicas primárias no mercado de capitais (ante 53% dos títulos de dívida), verifica-se uma queda desse percentual para 28% entre 1995-98.

Ainda que, a princípio, em especial considerando os condicionantes do lado da oferta, os juros altos tendem a desestimular os títulos de dívida e favorecer o mercado de ações, o desempenho mais tímido do MAB relativamente ao mercado de títulos de dívida, pode ser explicado pelos riscos de natureza macroeconômica ainda elevados no período. Destacam-se nesse sentido, o fato de que a conquista da estabilidade de preços ainda era muito recente, portanto, não se sabia ao certo se teria vindo para ficar, e que o Plano Real baseava-se num modelo de âncora cambial adotado num país que vinha de longo período (cerca de 15 anos)

de inflação alta e de restrição externa, o que tornava um plano baseado na âncora cambial ainda mais arriscado. Assim, o risco cambial, o risco de retorno da inflação e de retorno à trajetória de baixo crescimento econômico eram ainda elevados, o que limitou a expansão do MAB e favoreceu os títulos de dívida (privada e pública), que se utilizavam dos mecanismos de indexação às variáveis de risco do período (inflação, câmbio, etc.).

O quadro mais favorável observado em 1995-98 foi interrompido pelo cenário internacional fortemente instável, que veio com o desdobramento das crises financeiras do final dos anos 90, e que culminaram com a crise cambial brasileira em 1999. Os valores para as ofertas públicas primárias de ações, medidos em dólares, caíram, no período 1999-2003, à cerca de menos de um quinto das médias anuais de 1995-98, e a relação entre as emissões primárias de títulos e a formação bruta de capital fixo (FBCF) reduziu para 0,8% (ver Tabela II.15 - RP1). Entre 1999-2003 a participação das ofertas públicas primárias de ações no total das ofertas públicas primárias (ações e títulos de dívida) registradas caiu a 8%, tendo chegado a apenas 4% no último ano deste período (RP1, Cap. II, Tabela II.16).

Assim, a despeito dos dois fatores estruturais inicialmente citados, o começo dos anos 2000, em grande parte, demarcou um ambiente macroeconômico pouco propício ao desenvolvimento do mercado de ações no Brasil.

II.4.3 - O Período 2004-08

II.4.3.1. A relação do Brasil com o resto do mundo

Ao longo do período 2004-08, a economia brasileira se viu fortemente beneficiada por uma situação externa extraordinariamente favorável que perdurou por vários anos e foi determinada, principalmente, pelo aumento da demanda externa, pela elevada liquidez acompanhada de baixas taxas de juros e pelo crescimento dos preços das commodities.

Esses fatores acarretaram um efeito fortemente positivo sobre as exportações desde 2004, que contribuiu para o crescimento da economia. Não obstante, os resultados obtidos nas contas externas acarretaram pressões baixistas sobre o câmbio (apreciação), e, posteriormente sobre as exportações. A partir de 2007, o resultado menos favorável do saldo em Transações Correntes foi determinado pela queda do saldo comercial somado aos números negativos da balança de serviços. Destaca-se nesse sentido, o crescimento ao longo de todo o período dos valores relativos aos lucros e dividendos enviados ao exterior, fator que pode ser compreendido também como uma outra face do processo de abertura

financeira da economia. Assim, os resultados da balança comercial e de serviços explicaram a redução do saldo em Transações Correntes, a partir de 2007, assim como, o saldo negativo e expressivo verificado em 2008.

No entanto, o saldo do Balanço de Pagamentos permanece crescente, em decorrência dos resultados da Conta de Capital, de forma que se mantém o processo acelerado de expansão das reservas internacionais. Somado ao processo de liberalização financeira, que já se completara, e às elevadas taxas de juros domésticas, a situação internacional permitiu resultados positivos nos saldos da balança de capitais, em especial a partir de 2006, conforme demonstrado na Tabela II.8.

Tabela II.8
Brasil – Indicadores Macroeconômicos- Contas Externas
Dados e Médias Anuais por Período¹-1990-2008

Indica- dores	Taxa de Câmbio (Venda) (R\$/US\$)	Taxa de Câmbio Var. Real ² (% a.a.)	Contas Externas (US\$ Milhões)				
			Reservas ³ (Liq. Internac.)	Balanço de Pagamentos			% PIB
				Saldo	Conta de Capital	Trans.Corr. Saldo	
Períodos							
1990	nd	40,0	9.973	481	4.592	-3.784	-0,8
1991	nd	-29,7	9.406	-369	163	-1.407	-0,4
1992-94	nd	26,0	31.590	10.198	9.711	1.207	0,4
1995-98	1,04	-0,9	52.170	1.427	29.641	-26.439	-3,4
1999-03	2,40	11,7	38.468	404	15.362	-15.247	-2,8
2004	2,93	-11,7	52.935	2.244	-7.523	11.679	1,8
2005	2,44	-21,3	53.799	4.319	-9.464	13.985	1,6
2006	2,18	-13,3	85.839	30.569	16.327	13.276	1,2
2007	1,95	-14,3	180.334	87.484	89.086	1.551	0,1
2008	1,83	-10,9	193.783	2.969	32.986	-28.300	-1,8
2004-08	2,26	-14,4	113.338	25.517	24.282	2.438	0,6

Fonte: Elaboração própria, a partir de dados de Bacen, Boletim Mensal, diversos nº.

1. Média geométrica para PIB, inflação e câmbio; média aritmética simples para os demais indicadores.

2. Selic (acumulada no ano) e taxa de câmbio (média do ano) deflacionadas pelo IPCA anual.

3. Dados de dezembro de cada ano.

No que diz respeito, especificamente, aos resultados da conta de capital, os efeitos das condições acima descritas sobre o MAB foram nítidos e extremamente relevantes. Dada à elevada liquidez internacional, as condições dos fluxos de capital externo acarretaram um aumento do valor da carteira de ações dos estrangeiros de US\$ 14,46 bilhões, em média nos anos de 1999-2003, para US\$ 81,57 bilhões, em média nos anos de 2004-2008 (RP1, Cap. II, Tabela II.30).

Cabe considerar, ainda, o aumento dos percentuais de participação do investidor estrangeiro no mercado primário de ações de 48,6%, em 2004, para 57,7%, em 2005, 62,3%,

em 2006, e 71,2%, em 2007 (ver tabela II.24 - RP1) e, nos negócios ocorridos na Bovespa, de 25,1%, em média nos anos de 2001-03, para 32,5% em 2004-07 (ver Tabela II.26 - RP1).

Ademais, de 2004 até meados de 2007, observou-se a redução do risco país, como demonstrado nos Gráficos II.7 e II.8. Tal comportamento sinalizava uma percepção mais favorável do investidor externo em relação à economia brasileira, provavelmente, estimulada pelos indicadores que demonstravam elevação das reservas internacionais, controle sobre o nível de preços, redução da relação dívida pública/PIB, e, recuperação do nível de atividade.

A redução do risco país teria criado uma expectativa de que o país estava para alcançar o “grau de investimento” (classificação considerada de baixo risco pelas Agências Internacionais de Rating), que foi efetivamente concedido em abril de 2008 pela agência de classificação de risco Standard & Poor’s (S&P).

Ao que tudo indica, tal expectativa foi fator importante para a expansão notável verificada no MAB, que se deu especificamente no ano de 2007. Tanto é assim que o volume correspondente às ofertas públicas iniciais de ações (IPOs) realizadas no Brasil destacaram-se com relação ao volume de ofertas iniciais realizadas pelos demais países, como analisado na seção II.3 deste Relatório. Isto demonstra que o país apresentou, nesse período, algum diferencial, e atraiu, de fato, esses investidores.

Reforçam ainda esse entendimento dois fatores: o fato de que, conforme analisado na seção II.2.1.2 do RP1, as ofertas públicas iniciais de ações (IPOs) corresponderam a praticamente 87% do volume total das ofertas primárias realizadas em 2007 no MAB; e, que, embora apenas como uma proxy, visto que não é possível saber especificamente a distribuição por adquirentes das IPOs, tem-se que nesse ano, os investidores estrangeiros tiveram uma participação recorde de 71,2% no total das ofertas primárias.

Gráfico II.7 - Risco País (Embi +) - Brasil x Geral - 1997-2008

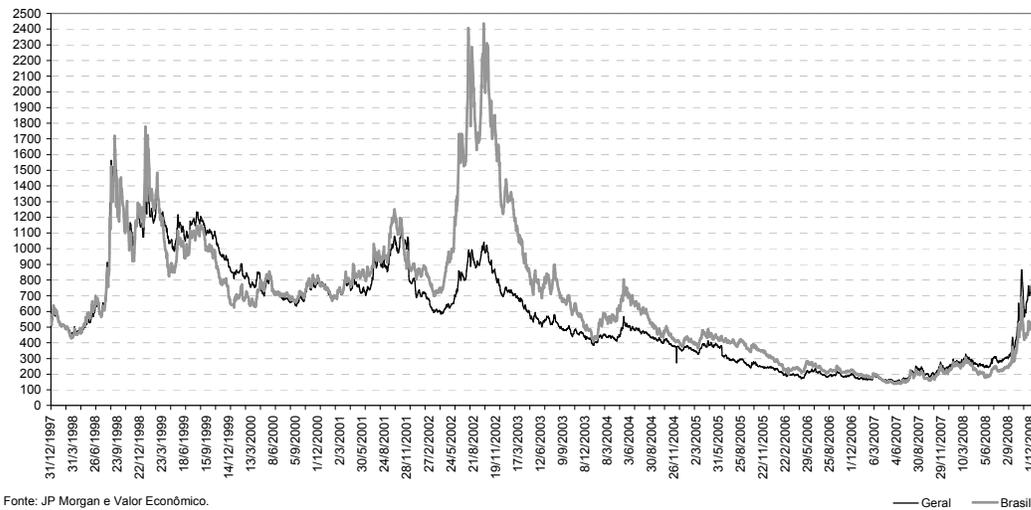
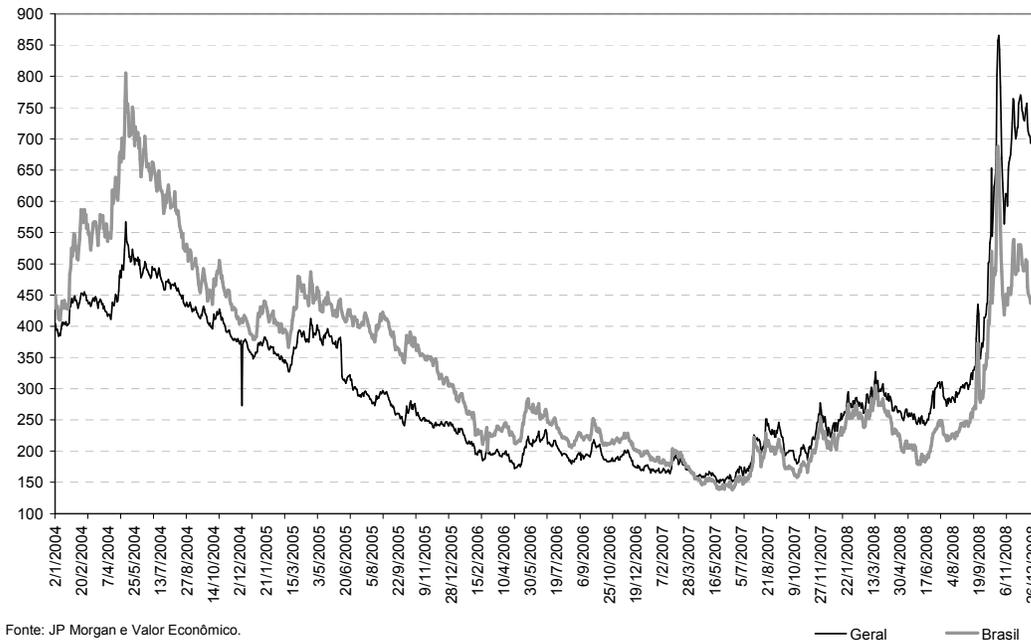


Gráfico II.8 - Risco País (Embi +) - Brasil x Geral - 2004-2008



II.4.3.2. A condução da política macroeconômica

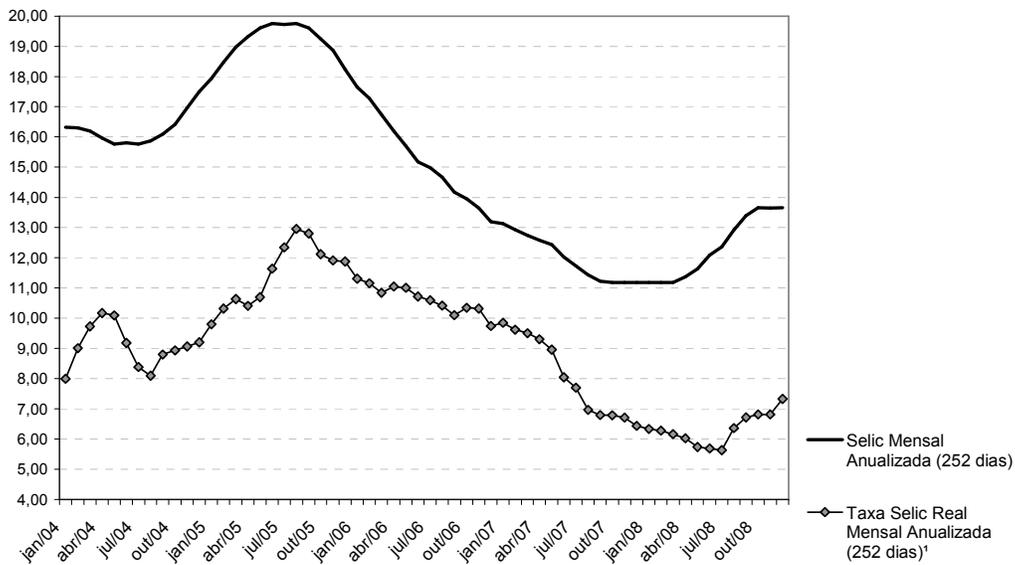
O governo Lula, que se iniciou em 2003, optou por manter as políticas fiscal e monetária restritivas herdadas do governo anterior, esta última com base no regime de metas de inflação. Em decorrência, a taxa SELIC, como demonstra o Gráfico II.9, mantém-se em níveis bem elevados, inclusive bem acima das praticadas internacionalmente.

Além de estar em patamares que a situavam entre as taxas mais levadas do mundo, a taxa básica de juros sofreu, durante ainda o primeiro mandato do governo Lula, pelo menos

dois momentos de forte elevação: em 2003, quando atingiu 23% a.a., e de julho de 2004 a setembro de 2005, quando alcançou 19%. Foi somente a partir do final de 2005 que a trajetória de queda da taxa de juros não sofreu reversão significativa.

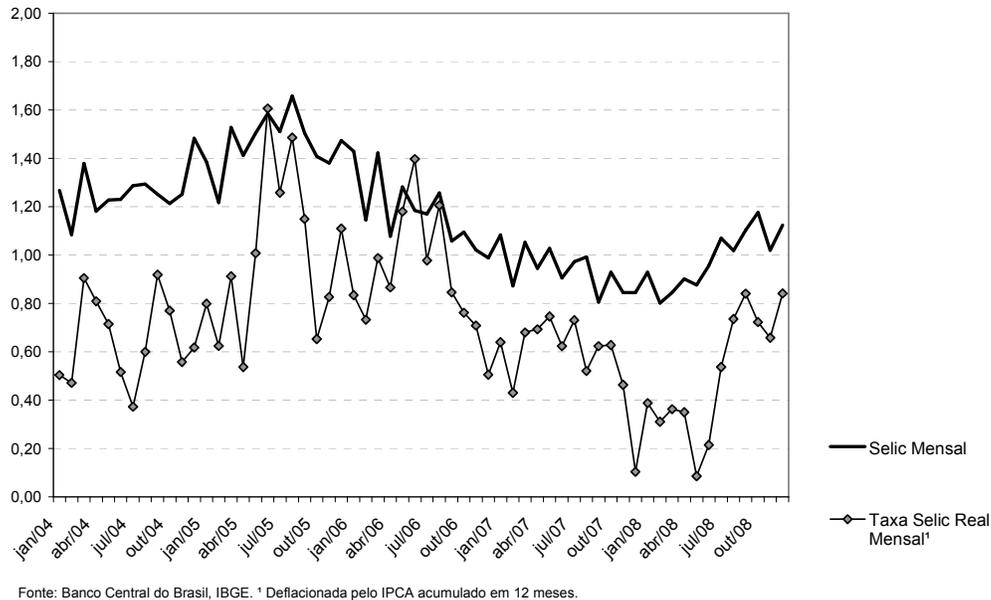
Para as taxas de juros reais, que definem o rendimento efetivo dos ativos, tendo em vista que resultam da interação entre as taxas de juros nominais e o comportamento da inflação, dada a oscilação dos níveis de preços ocorrida no período, observou-se um movimento ainda mais instável do que o observado para as taxas de juros nominais, como pode-se observar nos Gráficos II.9 e II.10.

Gráfico II.9 - Taxas de Juros - Selic Real e Aparente % a.a.



Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE. * Deflacionada pelo IPCA acumulado em 12 meses.

Gráfico II.10 - Taxas de Juros - Selic Real e Aparente % a.m.



No caso do comportamento do nível de preços, num movimento inverso ao comportamento da taxa de juros, como demonstram os dados para o IPCA, (Tabela II.9), verifica-se que a inflação se manteve em níveis baixos, na casa de um dígito, que em nada se compararam aos níveis observados no passado, muito embora tenha ocorrido uma elevação do nível de preços medidos pelo IPCA, nos anos de 2007 e 2008, relativamente ao observado em 2006.

Tabela II.9
Brasil - Indicadores Macroeconômicos Selecionados
Dados e Médias Anuais por Período¹ - 1990-2008

Indica- dores	PIB Cresc. Real (% a.a.)	FBCF/ PIB (% a.a.)	Infla- ção (IPCA) (% a.a.)	Taxa Selic Real ² (% a.a.)	Contas Públicas (% PIB)		
					NFSP ³		Dív. Líq. do Set. Público ⁴
					Nomi- nal	Primá- rio	
1999-03	1,9	16,2	8,9	10,9	6,4	-3,5	48,3
2004	5,7	16,1	7,6	8,0	2,3	-4,2	47,0
2005	2,9	15,9	5,7	12,6	2,8	-4,4	46,5
2006	3,7	16,4	3,1	11,6	2,9	-3,9	44,9
2007	5,7	17,5	4,5	7,1	2,23	-3,9	42,0
2008	5,1	19,0	5,9	6,2	1,53	-4,1	36,0
2004-08	4,6	17,0	5,3	9,1	2,3	-4,1	43,3

Fonte: Elaboração própria, a partir de dados de Bacen, Boletim Mensal, diversos nº.

1. Média geométrica para PIB, inflação e câmbio; média aritmética simples para os demais indicadores.
2. Selic (acumulada no ano) e taxa de câmbio (média do ano) deflacionadas pelo IPCA anual.
3. NFSP = necessidade de financiamento do setor público consolidado. Sinal negativo indica superávit.
4. Dados de dezembro de cada ano.

Do acima exposto, destaca-se, em especial, o elevado nível e a instabilidade da taxa de juros como fator inibidor do desenvolvimento do mercado de ações.

A partir de finais de 2005, a taxa de juros passou a descrever uma trajetória mais estável de queda, mas ainda permaneceu em patamares muito elevados. Tal trajetória dos juros seria revertida somente em 2008, quando, após a deflagração da crise financeira internacional em 2007, o Comitê de Política Monetária (COPOM) resolveu fazer uma reversão no processo de flexibilização da política monetária.

Ainda assim, diante de uma trajetória de redução das taxas de juros desde finais de 2005, e de uma conjuntura que se revelava mais estável, foi possível observar, em 2006, um maior interesse por parte do investidor pelo mercado de ações. Vale ressaltar, também, que ao longo desse ano, os índices da Bovespa sinalizavam uma valorização dos preços das ações (33% do Ibovespa, 41,29% do Índice de Governança Corporativa Diferenciada - IGC).

Como ilustração, cumpre citar as escolhas realizadas pelos investidores no âmbito da indústria de fundos, a partir de 2006. Como analisado na seção II.7.3 do RP1, embora os fundos de ações sejam pouco expressivos no Brasil, essa categoria de fundos de investimentos aumentou seu "market share", de modo que, sua participação no patrimônio total da indústria de fundos passou de 8,2% em média, de 2000-03, para 10,5%, no período 2004-08. Conforme demonstram os dados anuais, essa participação se expandiu a partir de 2006: era de 8,3% em 2005, cresceu para 10,2%, em 2006 e foi de 15,5%, em 2007, e de 10,1% em 2008.

Adicionalmente, a composição da carteira dos Fundos de Investimento mostra que a presença de ações também registrou um crescimento no período mais recente. Em 2006 e 2007, o peso das ações no total do setor elevou-se, respectivamente, a 15,3% e 21,7%, recuando para 14,4% em 2008, ante uma média de 10,7% entre 2000-05 (RP1, Cap. II, Tabela II.29).

Do lado dos emissores, o ambiente também era mais propício à emissão de ações, tendo em vista que a conjuntura econômica mais favorável estimulava a realização de investimentos por parte das empresas, mas, as taxas de juros ainda elevadas desestimulavam a emissão de títulos de dívida como fonte de novos recursos, tornando financeiramente mais interessante a opção pelo mercado de ações.

Assim, a partir de 2004, diferente do que ocorreu de 1991 até 2003, a expansão do segmento primário do mercado de capitais mostra um perfil bem distinto: foi claramente liderada pelas ações, e, resultou, assim, em perda da posição dos títulos de dívida. A participação das ações nas emissões primárias do mercado de capitais aumentou acentuadamente, passou dos 4%, em 2003, para 42%, em 2008, tendo atingido 44%, em 2007 (RP1, Cap. II, Tabela II.16).

Na área fiscal, também optou o governo Lula em seu primeiro mandato por uma política restritiva de superávits primários, visando financiar o serviço da dívida, não só acima dos obtidos no segundo mandato do governo Fernando Henrique, como ainda acima das metas estabelecidas no 3º Acordo firmado com o FMI, que foi anunciado pelo Governo Brasileiro em agosto de 2002. No primeiro ano do governo a política foi de corte dos investimentos, a qual foi seguida por uma política de elevação da arrecadação tributária.

Porém, vale destacar que, em março de 2006, em meio a uma crise política, o então Ministro da Fazenda Antônio Palocci e sua equipe são substituídos, assumindo o economista Guido Mantega, então, presidente do BNDES, que já havia demonstrado publicamente seu descontentamento com a política econômica então praticada. Ainda que nenhuma efetiva mudança tenha ocorrido imediatamente a sua posse, o que se observou foi a não suspensão do processo de diminuição das taxas de juros e a interrupção da prática de busca de um superávit primário acima da meta.

No segundo mandato do Presidente Lula, que se inicia em 2007, o crescimento econômico torna-se um objetivo prioritário de governo. Os indicadores que apontavam um crescimento do PIB de 5,7% em 2004, 2,9% em 2005 e 3,7% em 2006, pareciam apresentar os limites de um crescimento que tinha como base a expansão das exportações, a queda gradual

dos juros e medidas de estímulo ao crédito, como ampliação do crédito consignado (criado no primeiro governo Lula).

Em janeiro de 2007, o governo anuncia o PAC - Programa de Aceleração do Crescimento, a ser implementado de 2007 a 2010, e que consistia, basicamente, no direcionamento de recursos públicos e privados, num montante de cerca de R\$ 500 bilhões, para investimentos na área de infra-estrutura física e social.

Tal medida significava uma mudança importante na postura do governo adotada até então em vários sentidos. Notadamente, o início do programa significou, em 2007 e 2008, a injeção de recursos na economia, além de reduzir o nível de incerteza dos agentes privados, ao representar uma sinalização do governo no sentido de uma trajetória de crescimento, apesar das taxas de juros ainda elevadas.

Em meio ao processo de implantação do PAC desencadeou-se a crise financeira internacional, e, ainda, como fator adverso adicional, em outubro de 2007 foi paralisado o processo de redução da taxa SELIC.

Todavia, a taxa de crescimento do PIB sobe de 3,7%, em 2006, para 5,7%, em 2007, acima, portanto, da meta estabelecida inicialmente pelo Programa, que foi de 4,5%, e, em 2008, se mantém, ainda, em 5,1%, apesar do cenário de crise já estar plenamente disseminado a nível internacional.

Concluindo, da utilização dos instrumentos tradicionais de política monetária e fiscal resultou pouco estímulo à expansão do nível de atividade nesse período. No entanto, vale ressaltar o PAC, implementado a partir de janeiro de 2007, que num movimento em direção oposta ao acima descrito, parece ter jogado papel importante para a resposta da economia doméstica ao cenário externo adverso que se apresentou a partir de 2007.

II.4.3.3. O crescimento econômico

Frente à estagnação econômica vivenciada ao longo do período anterior (1999-2003), cuja média de crescimento foi de 1,9%, o crescimento econômico verificado de 2004 a 2008, em média de 4,6%, ainda que tímido, propiciava um quadro certamente diferente e favorável ao crescimento do MAB, pelo menos em dois sentidos. Do lado da oferta, a recuperação do nível de atividade estimulava o retorno por parte das empresas à busca de recursos que financiassem suas atividades produtivas e a expansão da capacidade instalada.

Do lado dos demandantes, o crescimento econômico observado apontava no sentido de uma expansão dos resultados das empresas e, por conseguinte, sinalizava boas perspectivas de rendimentos futuros na forma de dividendos, bem como de ganhos de

capital com a valorização das ações, que estava sendo sinalizada por meio da evolução positiva dos índices de bolsa.

Os indicadores do segmento primário de ações sugerem que a recuperação do nível de atividade promoveu um estímulo a esse segmento. É justamente a partir de 2006, ano no qual se observa um maior crescimento do nível de atividade econômica, que cresce o valor das ofertas públicas de ações no segmento primário. Em proporção do PIB, o valor dessas ofertas sobe de 0,3%, em 2005, para 0,8%, em 2006 e 2,1%, em 2007, mantendo-se, ainda em 1,8% em 2008 (RP1, Cap. II, Tabela II.15.b).

Ademais, de acordo com as informações relativas à destinação dada aos recursos captados nas ofertas públicas primárias de ações, divulgadas pelas empresas por meio dos prospectos de emissão, conforme analisado no RP1, seção II.6.5, de fato, é possível verificar uma inversão significativa de seu comportamento em direção ao financiamento das atividades produtivas no período de 2004-08, em comparação ao observado nos cinco anos anteriores. No período de 2004-07, 29% dos recursos captados se destinariam à reestruturação patrimonial (aquisição de participação societária e reestruturação de passivo) enquanto 60% ao financiamento da atividade produtiva (investimento e capital de giro), sendo que, entre 1999/2003, 60% dos recursos captados teriam como destino reestruturação patrimonial e 38% financiamento da atividade produtiva.

Para os dados anuais, verifica-se que o financiamento da atividade produtiva representaria, no ano de 2005, o destino de 57% dos recursos captados por meio dessas ofertas, significando, em 2006, 56%, e, atingindo, em 2007, 75% (RP1, Cap. II, Tabela II.22).

Tais dados parecem indicar que, de acordo com as informações disponíveis, para um grupo de companhias o mercado de ações foi fonte de financiamento de suas atividades. Esse mercado se mostrou, portanto, sensível aos estímulos advindos da recuperação do nível de atividade econômica, ainda tímida, observada no período.

Na mesma direção, numa conjuntura de elevação do nível de investimento agregado (FBCF/PIB, Tabela II.9), ao observar o valor das ofertas públicas primárias de ações relativamente à Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), verifica-se que o mercado de ações respondeu positivamente à expansão do nível de investimento agregado. Conforme demonstra a Tabela II.15 (RP1, Cap. II), ocorre um crescimento desse indicador de 0,8%, em média, no período 1999-2003 para 6,1% em 2004-08. Observando os dados anuais, verifica-se que ocorre um crescimento dessa relação a partir de 2006. Assim, o valor das ofertas públicas primárias de ações como percentual da FBCF, que em 2005 foi de 1,9%, cresceu para 4,9% e 12,2%, respectivamente, em 2006 e 2007.

II.4.4. Sumário

Como analisado, os fatores estruturais favoráveis ao crescimento do mercado de ações que condicionaram o ambiente macroeconômico foram herdados de período anterior a 2004-08, quais sejam, o processo de liberalização financeira e o controle do processo inflacionário. Tais condições eliminaram fatores que eram impeditivos ao desenvolvimento desse mercado, mas que, isoladamente, não eram, como não foram, capazes de estimulá-lo.

No caso do primeiro, ao se conjugar às condições favoráveis do cenário externo, acarretou, como verificado, enorme expansão dos recursos externos direcionados ao MAB. Assim, a conjuntura externa foi, no período 2004-08, certamente, um fator favorável ao crescimento desse mercado. No entanto, cumpre salientar, este é um condicionante, por definição, conjuntural e, portanto, sujeito a oscilações.

Da mesma forma, apresenta-se como um fator conjuntural, a condução da política econômica e seus efeitos diretos e indiretos sobre as variáveis macroeconômicas relevantes – entre elas, em especial, o ritmo de crescimento econômico – e, visto que dependem das decisões de política adotada pelo governo.

Ressalte-se que, tanto a política monetária quanto a política fiscal não foram, no período analisado, favoráveis ao crescimento do MAB, em virtude, notadamente, dos seus efeitos inibidores, na forma de juros elevados e instáveis e baixas taxas de crescimento do PIB.

Como exceção, cabe destacar, a partir de 2006, a sustentação do processo de queda da taxa SELIC, que teria atenuado o efeito negativo dos juros ainda elevados, e o PAC, em 2007, em decorrência dos seus efeitos positivos sobre o nível de crescimento. Ambos teriam se revelado, a princípio, fatores de estímulo, diretos e indiretos, à demanda e à oferta de ações, no segmento primário.

Em especial, essas políticas estimulavam o investimento, mas, as ainda elevadas taxas de juros desestimulavam as empresas a se financiarem via emissão de títulos de dívida, sendo fator de incentivo a utilização do mercado de ações como fonte de novos recursos, pelo menos para um grupo de empresas.

II.5. PAPEL DO AMBIENTE INSTITUCIONAL NA EVOLUÇÃO RECENTE DO MAB: REGULAMENTAÇÃO, AUTO-REGULAÇÃO, TRIBUTAÇÃO E POLÍTICA FINANCEIRA

II. 5.1. Introdução

Esta seção aborda os procedimentos referentes à regulamentação do mercado brasileiro de ações sob três perspectivas: a proteção à integridade e à eficiência do mercado; a tributação, observando os aspectos referentes: as incidências, as isenções e aos custos de mobilidade no âmbito do mercado financeiro; e as condições de acesso de investidores não residentes. O propósito central é analisar a contribuição de cada um destes fatores para o desenvolvimento do mercado de ações no Brasil.

A regulação voltada à integridade e à eficiência dos mercados adotada para o mercado de capitais consiste em definir regras de atuação para os agentes e instituições participantes, as quais abrangem exigências de disponibilização de informações, regras de especialização e conduta, proibição do uso de informação privilegiada, de emissões irregulares etc. O objetivo é, fundamentalmente, proteger à integridade do mercado de capitais, ao afastar práticas de manipulação, abusos e fraudes e, por conseguinte, proteger o investidor que atue nesse mercado.

Nesta seção analisaremos algumas das principais mudanças regulatórias mais recentes, agrupadas sob duas perspectivas e na seguinte ordem: primeiramente, os dispositivos voltados a resguardar os direitos dos acionistas minoritários, a proteger o mercado de manipulação e fraude e a padronização das informações contábeis; e, numa segunda perspectiva, a análise de alguns instrumentos que repercutiram de maneira relevante sob as condições de estabilidade/segurança do mercado como um todo.

II. 5.2. Regulação de Proteção à Integridade e à Eficiência do Mercado

II.5.2.1 Direitos dos acionistas minoritários e harmonização contábil

No mercado de ações é freqüente a observância de informações assimétricas e problemas de agência. Assimetrias de informação resultam da distribuição diferenciada de informações entre as partes envolvidas diretamente em um contrato econômico-financeiro. Casos desta natureza, quando observados em mercados financeiros, expõem investidores a altos custos de informação e a situação de conflitos de interesse. Tais assimetrias dificultariam:

- (i) o conhecimento das características dos produtos e serviços financeiros no ato da contratação, podendo gerar, ao comprador, problemas do tipo “seleção adversa” (problema relacionado à informação oculta); e
- (ii) o monitoramento eficaz sobre o “comportamento da contraparte no decurso da gestão de contratos financeiros”; o que restringiria a capacidade de monitoramento e sujeitaria o investidor ao risco moral.

O risco moral é produto de relações do tipo agente-principal, na qual o “principal” delega, em alguma extensão - de modo formal ou tácito - a um “agente” o poder de comando sobre recursos de sua propriedade, e refere-se ao fato de que este pode, por exemplo, despender esforços insuficientes, ter uma preferência por assumir riscos ou realizar gastos, ou ainda, ser pouco eficiente na tomada de decisões.

No âmbito do mercado de ações problemas de agência se configuram mediante dois tipos de relacionamento: a) administrador (agente) e acionista (principal): este caso é predominante em mercados onde prevalece um grau acentuado de pulverização da propriedade acionária - diversificação da base de acionistas - como é o caso, por exemplo, dos mercados americano e inglês; b) acionista controlador (agente) e acionista minoritário (principal): este tipo de relação ocorre primordialmente em mercados onde é dominante a centralização do controle acionário; esta configuração é a regra prevalecente em mercados de países em desenvolvimento, como é o caso do Brasil. Nos dois tipos de relacionamento, interesses divergentes podem implicar conduta do agente incompatível com os objetivos do principal.

Estes fatos implicam restrição à expansão do tamanho do mercado e contribuem para o aumento dos custos de captação de recursos financeiros.

Mais recentemente, notadamente ao longo das últimas duas décadas, como um instrumento para atenuar problemas do tipo agente-principal, nota-se um fortalecimento dos tópicos relacionados ao monitoramento exercido pelos acionistas e demais partes interessadas sobre as empresas, prática conhecida como governança corporativa ²⁷.

Cumprir ressaltar que, relativamente aos ativos de renda fixa, a atividade de acompanhamento e verificação do cumprimento do contrato é mais complexa no caso de ativos de renda variável ações. Isto porque, os pagamentos oriundos dos títulos de capital dependem dos lucros auferidos pela empresa, apurados nas demonstrações financeiras, que devem, por sua vez, refletir de maneira transparente e inteligível os resultados da

²⁷ A CVM define governança corporativa como: “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital” (Cartilha da CVM, 2002).

companhia. Para tanto, a elaboração e divulgação dessas demonstrações devem estar de acordo com regras e procedimentos contábeis padronizados definidos pelos órgãos reguladores.

Frente às questões acima ressaltadas, a regulação voltada ao mercado de capitais deve notadamente, oferecer instrumentos que atuem em pelo menos três frentes: i) proteção aos acionistas minoritários contra abusos que possam ser cometidos pelos acionistas controladores ou administradores das companhias; ii) proteção aos acionistas contra manipulação e fraude; e iii) padronização dos procedimentos contábeis.

Com relação aos dois primeiros pontos mencionados, a regulação do mercado de capitais no Brasil tem sofrido um processo permanente de aprimoramento ao longo dos anos. Cumpre ressaltar, em especial, as mudanças verificadas no início dos anos 2000, em especial, as alterações ocorridas na Lei das SAs (Lei 6.404/76) e na Lei 6.385/76, por meio da Lei nº 10.303/01.

Primeiramente, a citada Lei promoveu um conjunto de mudanças com o objetivo de resguardar os direitos dos acionistas minoritários, regulando matérias relativas à garantia do direito dos acionistas minoritários ao tag along para ações ordinárias, direito de eleger membro do Conselho de Administração; “direito de retirada” da companhia, etc , conforme já analisado na seção II.4.3 do RP1.

Cumpre ressaltar, ainda, que a referida Lei foi responsável por enquadrar como crime contra o mercado de capitais, sujeito à pena de reclusão, e, portanto, não mais sujeito somente às punições definidas no âmbito da esfera administrativa, as práticas de manipulação de mercado, de uso indevido de informação privilegiada e de exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função.

Com relação à padronização dos procedimentos contábeis, o mercado brasileiro está vivendo um profundo processo de transformação a partir, principalmente, da edição da Lei 11.638/2007, que fixou diretrizes gerais relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras com intuito de promover uma convergência entre as normas e procedimentos contábeis brasileiros e os adotados internacionalmente. Foi firmada uma agenda de regulação conjunta da CVM e do CPC (Comitê de Pronunciamentos Contábeis) e, por meio de várias Instruções e Deliberações, a CVM tem procurado normatizar vários desses procedimentos. Várias das mudanças previstas já foram exigidas nas demonstrações financeiras relativas a exercício social de 2008, outras têm sido incorporadas à medida em que são normatizadas.

No que diz respeito mais especificamente a investidores não residentes - grupo constituído primordialmente por grandes investidores institucionais - essa harmonização dos procedimentos contábeis brasileiros com as regras internacionais em vigor tende a se constituir em incentivo direto a sua maior participação no mercado de ações brasileiro.

II.5.2.2 - Iniciativas voltadas à estabilidade/segurança do mercado

No âmbito do MAB, no período 1990-2008, cabe ressaltar pelo menos quatro iniciativas que repercutiram, ou que tendem a repercutir, como no caso do SBR- Supervisão Baseada em Risco, iniciativa recente da CVM, sobre o nível de proteção à integridade do mercado de ações, são elas:

- a) regulamentação de mecanismos de suspensão de temporária de negócios em bolsa (*circuit-breaker*);
- b) regulação que limita o grau de concentração de posições de investidores nos mercados de liquidação futura;
- c) instituição de uma nova regulamentação dos serviços de compensação e liquidação operados no âmbito do sistema brasileiro de pagamentos; e
- d) desenvolvimento de uma política de regulação e supervisão baseada em risco.

Mecanismo de interrupção automática de negócios (*Circuit breaker*)

O *circuit-breaker* é um mecanismo de interrupção automática de negócios com o objetivo de conter/amenizar movimentos extraordinários de oscilações nos índices de preços dos ativos financeiros durante um pregão da bolsa de valores. Este dispositivo representa um modo extra-mercado de atenuar volatilidade anormal de índice de preços e, nestes termos, proteger a integridade do sistema de mercado. Seu uso é restrito a circunstâncias nas quais a continuidade das operações aprofunda o quadro de incertezas, desequilibra as ofertas de compra e de venda, e amplia riscos de crash.

Este procedimento atenuador de volatilidade foi proposto originalmente no âmbito do Relatório "*The Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms*" elaborado pela Comissão presidida pelo então Secretário do Tesouro dos EUA Nicholas F. Brady e publicado em 1988 (Sanvicente, 1999, p.1).

No âmbito da Bovespa o mecanismo de *circuit-breaker* é acionado exclusivamente em casos de "oscilações de baixa", segundo três regras observadas sempre em relação ao valor de fechamento do Ibovespa do dia anterior: a primeira interrupção (por 30 minutos) ocorre quando a oscilação de baixa atinge o limite de 10%; após a reabertura dos negócios, uma

segunda interrupção (de uma hora) ocorre se a oscilação negativa atinge a marca de 15%; por fim, após a segunda reabertura, uma nova interrupção (por prazo definido pela Bovespa, segunda uma “regra de ocasião”) ocorre caso a variação negativa alcance o percentual de 20% em relação ao fechamento do dia anterior. Não há observância destas regras na última meia hora de funcionamento do pregão. (Bovespa, 2008, cap. XVIII, pp. 1 e 2).

Regulamentação dos mercados de liquidação futura

Em 1998 a Comissão de Valores Mobiliários - CVM (Instrução nº 283/98) fixou diretrizes regulatórias para os mercados de liquidação futura, compreendidos neste âmbito as operações a termo, a futuro e de opções. Foram atribuídas competências para que as organizações auto-reguladoras, atuantes nos mercados de valores mobiliários - entre as quais estão a Bovespa e a CBLC - normatizassem procedimentos orientados: a prevenção e correção de eventos capazes de colocar em risco a regularidade e o ordenamento dos mercados; e a instituição de controles internos capazes de permitir o cumprimento da referida regulamentação. Esta competência normativa diz respeito a três grandes segmentos: (i) limites de posição e de contratos em aberto; (ii) limites de participação, por investidor; (iii) limites operacionais, por intermediário.

Posteriormente, a CBLC fixou limites referentes ao grau de exposição por investidor, para cada segmento de mercado, inclusive o mercado futuro de ações; e limites operacionais para cada intermediário, i.e., agentes de compensação (bancos, corretoras e distribuidoras de valores) responsáveis pelo registro das operações de liquidação futura junto a CBLC. Este procedimento tem por objetivo principal evitar a concentração abusiva de contratos, por investidor, e posições, por intermediário; fato que permite maior margem de segurança as operações firmadas no âmbito do mercado de capitais, inclusive as operações em bolsa referentes ao mercado futuro de ações.

Regulação dos serviços de compensação e liquidação no âmbito do SBP

Um sistema de pagamentos é um conjunto de instrumentos, procedimentos e regras referentes à compensação (apuração de posições líquidas) e liquidação de obrigações entre agentes do sistema financeiro. A nova regulamentação dos serviços de compensação e liquidação observadas no âmbito do Sistema Brasileiro de Pagamento - SBP²⁸, instituída em 2001 com entrada plena em vigor a partir de junho de 2002, contribuiu para o aperfeiçoamento da regulação de proteção a integridade do mercado, conseqüentemente,

²⁸ Lei 10.214/01, regulamentadas complementarmente pela Res. CMN 2.082/01 e pelo Circular BCB 3.057/01.

para a redução de risco de crédito ou de liquidez capazes de, sob certas circunstâncias, produzir efeitos adversos sobre o mercado de ações.

Isto foi possível em razão da modernização dos procedimentos determinados como de cumprimento obrigatório pelas câmaras de compensação e liquidação, entre as quais está a Câmara Brasileira de Liquidação e Custódia - CBLC, com atuação no âmbito do mercado de renda variável, e mais especificamente no segmento de ações transacionadas na Bovespa²⁹. A CBLC opera com o sistema de Liquidação Diferida por Valor Líquido - LDL. A CBLC também oferece serviços de LBTR para operações específicas - por exemplo: leilões de privatização, ofertas públicas -, porém, não assume a condição de contraparte central garantidora (ANDIMA, 2002, p.5).

O que distingue o sistema de Liquidação Bruta por Tempo Real - LBTR do sistema LDL é a forma e o momento da liquidação, a qual é feita por lotes, em termos líquidos (ou seja, após compensação entre direitos e obrigações por agente) e em horários definidos, que podem ocorrer durante o período de operação ou ao final do dia. A escolha entre LBTR e LDL implica um *trade-off* entre, respectivamente, maior segurança e maior eficiência, visto que o sistema LBTR opera com maiores custos de manutenção da liquidez intradia (BIS, 2001, pp. 24-25).

A principal implicação do uso do sistema LDL, em termos de riscos financeiros, é a exposição a riscos de crédito (inadimplência) e de liquidez (grau de conversão do ativo-base da liquidação em ativos líquidos denominados em moeda em uma data determinada), os quais tendem a serem maiores à medida que aumento o período intermediário entre a aceitação³⁰ e a efetivação da liquidação da operação pela Câmara.

O ponto central do novo SBP, no que diz respeito à redução de riscos de crédito e de liquidez capazes de afetar a integridade do mercado, foi a determinação de que em todo sistema de compensação multilateral, reconhecidos como sistemicamente relevantes⁽³¹⁾⁽³²⁾, a

²⁹ “Na cadeia de responsabilidades, a CBLC garante a liquidação das obrigações de um agente de compensação em relação aos demais agentes de compensação. Cada agente de compensação, a seu turno, responde pela eventual inadimplência de corretoras e investidores qualificados vinculados a ele. Por fim, as corretoras respondem pela inadimplência de seus clientes” (BCB, 2006, p.25).

³⁰ Aceitação: processo de verificação do enquadramento de uma operação, para fins de liquidação, aos requisitos previamente estabelecidos no regulamento do sistema de liquidação, especialmente no tocante à administração e contenção de riscos (Circular BCB 3.057/01).

³¹ Segundo o Banco Central (2008, p.2 c/c Circular BCB 3.057/01), “(...) são considerados sistemicamente importantes todos os sistemas que liquidam operações com títulos, valores mobiliários, outros ativos financeiros, inclusive moeda estrangeira, e derivativos financeiros, bem como os sistemas de transferência de fundos por intermédio dos quais sejam feitas transferências de valor superior a R\$ 10 milhões por operação ou que apresentem giro diário superior a R\$ 5 bilhões, valores referenciais normativamente denominados K1 e K2.

³² Não obstante a fixação, pelo Banco Central, de uma fórmula matemática para identificação de “sistemas de compensação sistemicamente relevantes”, o próprio *Bank for International Settlements - BIS (2001, pp.10 e 13)* reconhece que os riscos sistêmicos associados a um sistema de compensação não guardam uma relação apenas

entidade operadora (câmara ou prestadores de serviço de compensação e liquidação) deve atuar como contraparte central e garantir após aceitação da operação – em caso de inadimplência de participante – o cumprimento imediato da posição compensada devedora, ressalvado o risco do emissor.

Para isto deve ser constituído patrimônio especial, separado do seu patrimônio geral da entidade, constituído exclusivamente por títulos públicos federais; fato que praticamente elimina o risco de crédito associado ao emissor e de mercado e de liquidez dos títulos. Contudo, deve ser observada a seguinte ordem na utilização de fontes de recursos para liquidação de obrigações: recursos objeto da negociação em curso, quando sob controle da entidade operadora; garantias prestadas pelo emissor da ordem de pagamento, e, finalmente, uso dos recursos do patrimônio especial.

A CBLC, ao exercer as funções de organização responsável por operações de compensação e pagamentos no âmbito do mercado de ações, passou a adotar a partir de 2002, nos termos da regulação prudencial fixada pela CMN/BCB, um conjunto de mecanismos fundamentais de segurança. Dentre os quais destacam-se os instrumentos de gerenciamento de risco de crédito, como, por exemplo: limites operacionais; mecanismos de compartilhamento de perdas entre os participantes; e instrumentos de gerenciamentos de riscos de liquidez, como é o caso: do requerimento de garantias do tipo depósito prévio; da constituição do fundo de liquidação; e da contratação de linhas de crédito como garantia de atendimento de liquidez.

Por fim, a novo SBP estabeleceu que a CBLC passasse a realizar a liquidação final de suas operações diretamente pelo Sistema de Transferências de Reserva – STR (antes eram feitas via CETIP), operado pelo Banco Central segundo os termos do sistema de LBTR, fato que propiciou a redução do tempo de liquidação final das operações firmadas no mercado de ações e aumentou a margem de segurança destas operações (Andima, 2002, p.1).

Instituição do Sistema de Supervisão Baseado em Risco - SBR

Em dezembro de 2006 o CMN (Res. CMN 3.427) determinou que a CVM adotasse o Sistema de Supervisão Baseado em Risco – SBR, modelo de regulação já adotado por órgãos reguladores de outros países. Este sistema é organizado a partir de um modelo composto por quatro elementos fundamentais: identificação dos riscos a que está exposto o mercado;

com o valor dos pagamentos realizados, e admite que mesmo os sistemas que operam com valores não enquadrados no critério de “grandes valores”, podem ser capazes de iniciar distúrbios ou transmitir choques dentro do sistema financeiro.

dimensionamento dos riscos e classificação segundo a probabilidade de ocorrência e os potenciais de danos; determinação de mecanismos de mitigação; e fixação de mecanismos de controle e monitoramento de ocorrência de eventos de riscos.

Em junho de 2007 a CVM (Deliberação nº 521/07) disciplinou o SBR e passou a observá-lo como instrumento central de orientação da execução de suas competências regulatórias. O aspecto inovador da nova política - a qual está em fase de implementação - reside na determinação, ao regulador, de uma conduta prioritariamente orientada a ações preventivas, relacionadas à localização e ao tratamento de riscos potencialmente relevantes a integridade do funcionamento do mercado de capitais. O foco da supervisão recaiu, nos termos do Primeiro Plano Bienal elaborado em 2008, sobre três grandes áreas: empresas, fundos de investimentos, e intermediários e auto-reguladores. Em cada um destes segmentos foram: montados matrizes de riscos com identificação do perfil dos eventos; fixadas as prioridades de supervisão; e definidos os mecanismos de *enforcement*.

II. 5.3 - Regulação Tributária

O regime tributário aplicado ao mercado de capitais no Brasil tem historicamente cumprido dois objetivos. Por um lado exerce uma função arrecadatória, à medida que transfere ao caixa do Tesouro uma parcela dos recursos financeiros de agentes que operam no mercado de capitais. Por outro, permite ao governo desempenhar atividades regulatórias mediante alteração de alíquotas ou concessão de isenções, de modo a estruturar incentivos orientados a objetivos relativos: à política monetária, crédito, câmbio, e as mercado de capitais, inclusive o segmento de ações comercializadas em bolsas e em mercado de balcão.

II.5.3.1 Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira - CPMF.

A CPMF foi instituída em outubro de 1996 (EC nº 12/96) e entrou em vigência em janeiro de 1997; esta contribuição substituiu o Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira, que após ser instituído em 1993 teve uma breve vigência em 1994. O fato gerador da CPMF era o lançamento a débito feito por instituição financeira em contas correntes. A base de cálculo recaía sobre o valor do lançamento e de qualquer outra forma de movimentação ou transmissão financeira. A alíquota inicial era da ordem de 0,20%⁽³³⁾. A

³³ Em março de 1999 (EC nº 21/99) houve a primeira prorrogação, a alíquota passou para 0,38% nos doze primeiros meses e 0,30% nos doze meses subseqüentes. Em junho de 2002 (EC nº 37/02) ocorreu a segunda

incidência deste tributo sobre as operações com ações negociadas em bolsa ou no mercado de balcão organizado vigorou até julho de 2002 (Decreto nº 4.296/02).

Tributos incidentes sobre movimentação financeira impõem custos maiores aos setores econômicos que operam fundamentalmente com moeda bancária como meio de pagamento e realizam operações financeiras de modo intensivo. As operações de compra e venda ações constituem exemplo perfeito de atividade econômica com maior sujeição a tributos desta natureza (Moura, 2007, p.67).

O efeito imediato gerado por um tributo como a CPMF é o aumento do custo de transação e a conseqüente redução da rentabilidade líquida do investimento³⁴. Este fato cria uma desvantagem relativa entre o “investimento tributado” e outras possibilidades de investimento não sujeitas a custos dessa natureza, fato que admite, em tese, até mesmo a possibilidade de migração de investidores/investimentos para outros mercados. Em um estudo específico sobre os efeitos da CPMF sobre o mercado de ações, Narita (2004) analisa uma mostra de 545 empresas listadas na Bovespa no período 1990-2002 e afirma a ocorrência de queda no volume das transações em bolsa da ordem de 19%.

Cabe destacar que a instituição, em 2004 (com vigência a partir de 2005), da Conta Corrente Depósito para Investimento, popularmente identificada como “Conta Investimento”, atribuiu alíquota zero de CPMF a movimentação financeira entre este tipo de conta e os investimentos financeiros, e entre contas investimentos de mesmo titular, ainda que vinculadas a diferentes instituições bancárias. Esta inovação regulatória desonerou a movimentação de recursos entre investimentos diferenciados e, nestes termos, constituiu um incentivo a mobilidade de capitais e ao acirramento da concorrência entre produtos financeiros, entre os quais, os investimentos em ações.

II.5.3.2 Imposto de Renda.

As alíquotas de Imposto de Renda sobre os ganhos de capital auferidos no mercado de ações (Gráfico II.11), em operações convencionais (pessoa física, jurídica e por fundos mútuos) ou em operações especiais do tipo “*day trade*”, realizadas por “investidores residentes”, sofreram modificações no período 1990-2008, porém, não é possível observar

prorrogação, a qual reajustou a alíquota para 0,38%. Finalmente, em dezembro de 2003 (EC nº 42/03) houve a terceira e última prorrogação, desta feita até dezembro de 2007, mantida a alíquota de 0,38%. Cabe observar que a alíquota de 0,08% instituída pela EC nº 37/02 para vigorar em 2004, foi alterada pela EC nº 42/03 antes mesmo de entrar em vigor.

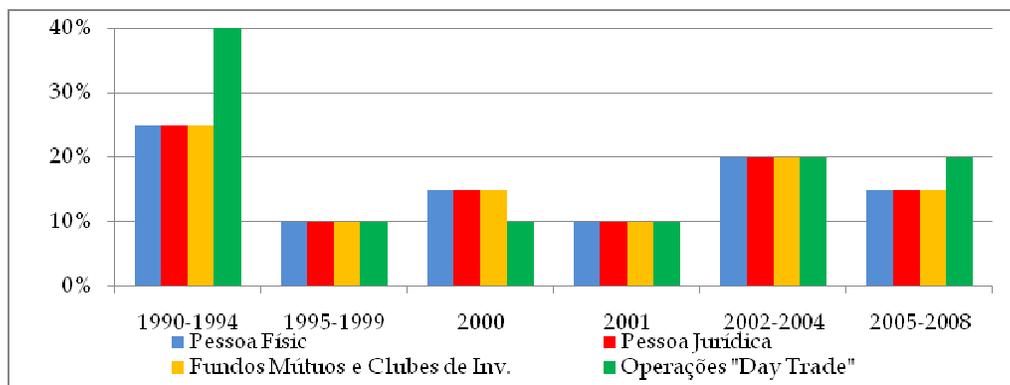
³⁴ A rentabilidade líquida de investimento em ações depende diretamente (além dos custos de obtenção e análise de informações) de um conjunto de variáveis, em especial: do preço das ações, dos dividendos distribuídos, das bonificações concedidas, da tributação, e das taxas referentes à corretagem, custódia e emolumentos.

uma tendência consolidada. No entanto, os dados sinalizam a ocorrência de redução da alíquota média do período 1995-2008 em comparação com o quinquênio 1990-1994.

As operações realizadas em bolsa de valores também estão sujeitas a incidência de “imposto de renda na fonte” da ordem de 0,005%, a única exceção fica por conta das operações “*day trade*” que são tributadas por uma alíquota de 1%. A tributação na fonte, no caso do IR praticado no mercado de ações, cumpre uma finalidade relacionada a objetivo de controle por parte da Receita Federal, não implicando ônus adicional a investidores, haja vista a possibilidade de desconto ou até mesmo compensação diante de prejuízos.

A regulamentação da tributação sobre a renda admite duas isenções. As pessoas físicas passaram, a partir de 1990, a observar uma não sujeição parcial à incidência de IR sobre ganhos de capital referentes às alienações realizadas a cada mês. A partir de 2004 (Lei nº 11.033) este valor-limite de isenção passou de R\$ 4.143,50 para R\$ 20.000,00. Também estão isentos de IR incidente sobre dividendos as pessoas físicas e jurídicas, em operações intermediadas por corretoras ou ainda por fundos ou clubes de investimentos.

Gráfico II.11 - Alíquotas de Imposto de Renda incidentes sobre ganhos de capital auferidos no mercado de ações - investidores residentes



Fonte: SRF

A tributação incidente sobre os rendimentos – dividendos, bônus, ou cotas distribuídas aos participantes de fundos ou carteiras de investimentos – resultante de investimentos realizados por “não residentes” observou normas específicas segundo o instrumento financeiro. Como regra, os dados (RP 1, Anexo II, Tabela 2.39, Quadros 2.3 a 2.8) sinalizam para uma tendência bem definida de redução da carga tributária (15% para 10%) quando comparados: a primeira metade dos anos noventa (1990-1994) e o período posterior, iniciado em 1995 e encerrado em datas diferenciadas segundo o período de existência de cada um dos instrumentos financeiros disponíveis.

Este movimento sincronizado foi determinado fundamentalmente por dois fatores: por um lado, houve uma adaptação a nova realidade pós-inflacionária, período no qual deixa de haver a correção monetária dos elementos de balanço utilizados na apuração do imposto de renda; por outro, percebe-se uma convergência da tributação brasileira as normas internacionais comumente aplicadas ao capital financeiro de curto prazo e alta volatilidade (Lemgruber, 2004, p. 223).

A partir do ano 2000, após o início do período de vigência da Res. nº 2.689/00, investidores não residentes passaram a dispor de ampla liberdade de acesso a investimentos financeiros, dispondo inclusive do direito de migração entre renda fixa e renda variável e vice-versa. A partir de então a regra tributária foi simplificada. Ganhos de capital resultantes de aplicações no mercado de ações passaram a observar uma alíquota de 10%; e os rendimentos auferidos mediante “juros sobre capital próprio” ficou sujeita a alíquota de 15%.

Há uma única condição em que é observada equiparação tributária entre residentes e não residentes, isto corre sempre que um não residente é oriundo de país que disponha de tributação sobre a renda ou cuja alíquota deste tributo seja inferior a 20%; nestes casos este grupo passa a observar regras tributárias fixadas para investidores residentes.

II.5.3.3 Tributação por Imposto de Renda em remunerações pagas mediante juros sobre o capital próprio

Os “juros sobre capital próprio - JSCP” constituem um modo de remuneração dos investimentos em ações; representam uma contrapartida empresarial paga aos acionistas por estes terem disponibilizado à empresa um determinado valor financeiro por um período de tempo especificado. Este procedimento é admitido apenas para pessoas jurídicas. Seu aspecto particular reside na possibilidade do mesmo ser apropriado como despesa financeira, da empresa pagadora, para fins de cálculo da tributação relativa: ao Imposto de Renda Pessoa Jurídica, apurado pelo lucro real, e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (Lei nº 9.249/95). Esta metodologia - ainda que sem esta denominação - foi originalmente desenvolvida pelo *Institute for Financial Studies* (1991).

Os JSCP podem ser imputados ao valor dos dividendos pagos aos acionistas segundo os termos definidos pela política interna de cada empresa. Porém, neste caso, a renda recebida pelos acionistas é tributada a uma alíquota de 15%, com retenção na fonte pagadora.

Há três fatores limitantes ao pagamento de juros aos acionistas. Em primeiro plano, deve ser observada a variação *pro rata* dia da Taxa de Juros de Longo Prazo. Também devem ser respeitados o maior dos valores correspondentes a dois outros indicadores: a) 50% do

lucro líquido do período de apuração; b) 50% do saldo de lucros acumulados e reservas de lucros de períodos anteriores.

Este mecanismo de remuneração tem implicação relevante sobre a escolha da estrutura de capital de empresas. Isto ocorre à medida que ele contribui para a redução do diferencial de vantagens fiscais observado entre: de um lado, o financiamento baseado em ações (participação no capital); de outro, o financiamento baseado em dívida (capital de terceiros). Haja vista que este último, tradicionalmente, sempre dispôs da vantagem fiscal - relativa à dedução das despesas financeiras associadas a pagamento de dívida - nos procedimentos de apuração do imposto de renda com base no lucro real.

Nestes termos, a instituição do pagamento de “juros sobre capital próprio” representou uma medida de política tributária orientada diretamente a reversão, ainda que parcial, da estrutura de incentivos favorável a escolha da opção de financiamento por endividamento. Porém, enquanto a dedução das despesas financeiras associadas a pagamento de dívidas abrange a integralidade dos valores efetivamente pagos, no caso dos JSCP ainda vigoram limites (mencionados anteriormente), entre os quais: a variação da TJLP.

II. 5.4. Regulação de Acesso de Investidores Não Residentes

A liberalização financeira diz respeito à ampliação progressiva do grau de conversibilidade da conta “capital” do balanço de pagamento. No âmbito da economia brasileira este processo se desenvolveu como parte integrante de um modelo de política econômica desenhada e posta em execução no país a partir dos anos noventa. Este novo perfil de política constituiu uma resposta a longa e intensa crise dos anos oitenta, a qual se manifestou, dentre outros fatores, por um desequilíbrio estrutural no balanço de pagamentos e, conseqüentemente, por uma forte restrição externa ao crescimento econômico.

Segundo os termos propostos por Akyuz (1993), esta abertura se configura mediante três dimensões: a permissão para captação externa de recursos por investidores residentes e a aquisição, por investidores não-residentes, de ativos transacionados nos diferentes segmentos do mercado financeiro nacional (*inward transaction*); a admissibilidade de realização de transferências financeiras para o exterior, por parte de agentes financeiros residentes ou não-residentes, e a contratação de dívidas no mercado doméstico por parte de investidores não-residentes (*outward transaction*); e a possibilidade de liberdade de conversão da moeda local em divisas no âmbito da própria economia nacional. A análise desenvolvida nesta seção se restringe essencialmente as operações do tipo *inward transaction*,

e mais especificamente, a configuração assumida e os efeitos observados - como decorrência desse processo - sobre o mercado de ações brasileiro - MAB.

A liberalização do acesso, de investidores individuais ou institucionais não residentes, ao MAB, compreende dois períodos fundamentais. O primeiro teve início com a publicação da Resolução CMN nº 1.289/1987 e se estendeu até o final dos anos noventa. Esta fase se caracteriza por uma ampliação progressiva dos instrumentos financeiros disponíveis para não-residentes, e por uma redução gradual dos requerimentos relacionados à: composição de carteira, prazos mínimos de permanência no país e critérios de diversificação de riscos (Ver RP I, Seção 2.IV.3.2.).

O segundo período teve início com a publicação da Res. CMN nº 2.689/00 e se mantém até os dias atuais. Este ato normativo introduziu uma ampla liberalização de acesso, de investidores não residentes, ao mercado de ações brasileiro; processo este que resultou em isonomia em relação ao grupo de investidores residentes, inclusive a liberdade de trânsito entre renda fixa e renda variável e vice-versa.

Foram mantidas apenas as exigências relativas à: efetivação de registro junto a CVM; constituição de representante no país; nomeação de uma instituição financeira, a qual deve assumir a co-responsabilidade pelas obrigações assumidas pelo representante; e realização de registro declaratório de movimentações com o exterior, o qual é realizado junto ao Banco Central e diz respeito exclusivamente ao controle das operações cambiais. Permaneceram proibidas as participação de não residentes em operações firmadas no âmbito do mercado de valores mobiliários, porém, realizadas fora da bolsa de valores ou do mercado de balcão organizado.

Esta expansão das possibilidades de ingresso e remessa ao exterior de recursos pertencentes a investidores não-residente foi estruturado fundamentalmente com base em operações cambiais firmadas no âmbito do “mercado oficial de divisas” para as contas de comércio e de capital. Os ingressos realizados por esta via, quando destinado a aplicações no mercado e de capitais, obtinham o direito a sujeição a um regime tributário diferenciado.

As operações cambiais também podiam ser contratadas no mercado de “câmbio-turismo”, mecanismo vigente a partir de 1988 (Res. CMN nº 1.552)³⁵ e essencialmente direcionado a compra e venda de divisas para viagens internacionais. Ainda que recursos ingressados no país por este tipo de operação pudessem ser destinados, posteriormente, ao mercado de capitais, isto não se afirmou em razão de que estes ingressos não terem direito a

³⁵ A Resolução CMN nº 1.552/1988 foi revogada pela Resolução CMN nº 3.265/2005, a qual promoveu a unificação do mercado de câmbio.

dispor de regime tributário diferenciado. A única exceção foram os investimentos no mercado de capitais brasileiro realizados por investidores não residentes oriundos de países signatários do Tratado do Mercado Comum do Sul - Mercosul, os quais tinham direito a combinar câmbio turismo e regime tributário diferenciado (ANDIMA, 2002, pp. 82-90).

A liberalização financeira constituiu um processo de superação progressiva das barreiras regulatórias que antes restringiam o acesso, de investidores individuais e institucionais, não-residentes, ao mercado de ações brasileiro.

Nestes termos, “contribuiu”, pelo lado da demanda, para: a expansão progressiva do número de participantes não residentes; a diversificação do perfil de investidores, o crescimento do volume de operações diárias de compra e venda; e ao aumento da massa de recursos envolvidos diretamente nas negociações em bolsa. Estes fatores favoreceram a expansão do mercado primário e a melhoria da rentabilidade e a expansão do grau de liquidez dos papéis comercializados no mercado secundário de ações.

A liberalização também abriu a possibilidade de captação de recursos, por empresas brasileiras, em bolsas de valores sediadas exterior, em especial bolsas americanas. Este acesso era realizado mediante a emissão de “certificados de depósitos” lastreados em ações custodiadas no Brasil (ADR's). Dada a plena possibilidade de conversão dos “certificados” em “ações custodiadas”, o principal efeito sobre o mercado de ações brasileiro ocorre via a convergência de preços mediante arbitragem. Segundo Procianny & Kwitko (2007, pp.112 e 119), mecanismos de arbitragem entre mercados geram forte tendência a convergência de preços das ações comercializadas no Brasil e dos certificados transacionados em bolsas no exterior. Os diferenciais de preços com significância estatística da ordem de 10% é atribuído essencialmente aos diferenciais em termos de custos de transação.

O Gráfico II.12 apresenta o volume de recursos aplicados no mercado de ações brasileiro por investidores não residentes, segundo o critério de estoque, média anual. Estes números expressam efeitos decorrentes de entradas líquidas e do processo de valorização das ações no mercado brasileiro. Não obstante a dinâmica de aprofundamento do processo de liberalização financeira observado no âmbito da economia brasileira ao longo da década de 90, os números sinalizam para dois grandes movimentos: houve um comportamento irregular do estoque de investimentos externos no período 1995-2002 e uma trajetória ascendente das aplicações entre 2003-2007.

A irregularidade do estoque de investimento observada para o período 1995-2002 certamente resulta de um amplo conjunto de fatores, dentre os quais pelo menos dois deles

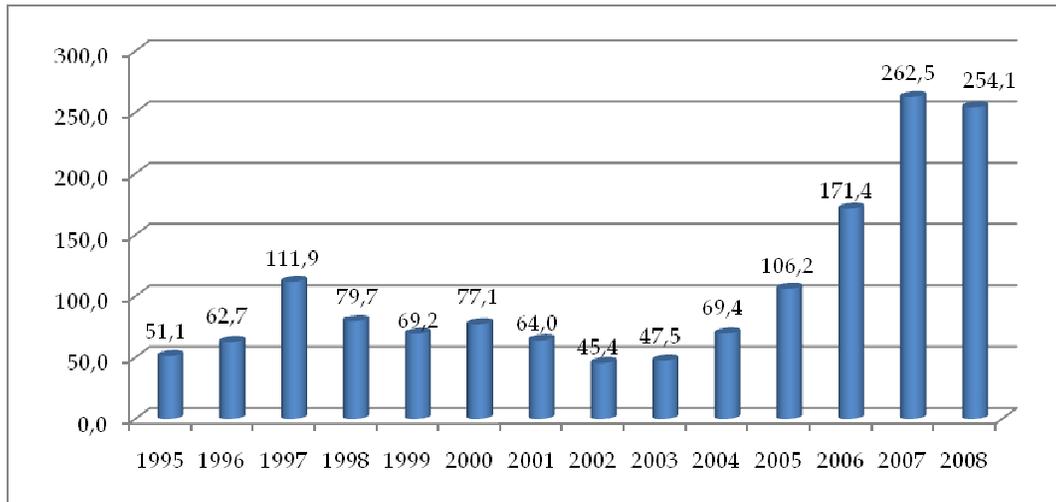
são fundamentais a compreensão do ambiente de investimentos e da configuração do grau de confiança dos investidores.

No âmbito interno prevaleceu uma dinâmica macroeconômica caracterizada por: um processo de afirmação de credibilidade de uma nova política de estabilização implementada a partir de 1994; um período (1997-1999) de forte instabilidade decorrente dos sucessivos ataques especulativos contra o real, em uma evidente aposta contra a política de ancoragem cambial; uma baixa taxa de crescimento médio, aproximadamente 2,5% ao longo da década; e pela aceleração do processo de privatização (em especial, os setores elétrico, de telecomunicações e mineração), o qual representou um conjunto de grandes oportunidades de investimentos, e em relação ao qual a demanda por parte de investidores não residentes foi decisiva. Portanto, em contraponto aos fatores macroeconômicos adversos havia um claro potencial de valorização de ações, em especial, dos grandes grupos empresariais incluídos no programa de privatização.

No cenário externo, o fator adverso preponderante foi o acentuado grau de instabilidade resultante das sucessivas crises financeiras observadas em economias emergentes, dentre eles: México (1995), Ásia (1997), Rússia (1998), Brasil (crise cambial de 1999) e Argentina (2001). Esse ambiente adverso, marcado por forte incerteza em relação ao comportamento futuro da economia, promoveu mudanças freqüentes no grau de confiança dos investidores e comprometeu de modo acentuado a regularidade dos movimentos de capitais oriundos do exterior e direcionados a economia brasileira. Tais fatos repercutiram sob a forma de uma oscilação constante do estoque de investimento de não residentes no mercado de ações, não obstante o processo de privatização em curso e o crescimento acelerado do valor de poupança voluntária mobilizada por investidores institucionais cujo processo de composição de carteira de investimentos observa estratégias globais.

No período 2004-2008 o comportamento do estoque de investimentos de não residentes mudou, fato em parte explicado pela combinação favorável em termos de condições internas e externas. No âmbito interno ocorreram pelo menos dois fatores relevantes, são eles: a consolidação da liberalização do mercado de ações, e os efeitos da política econômica observados em termos da consolidação da estabilidade e, fundamentalmente, da retomada do crescimento econômico (Ver RP II, cap. 2, seção II.2.1.3 e II.3.2.2).

Gráfico II.12 - Investimento de Não Residentes no MAB.
Dados de estoque, média anual, 1995 - 2008, em R\$ bilhões



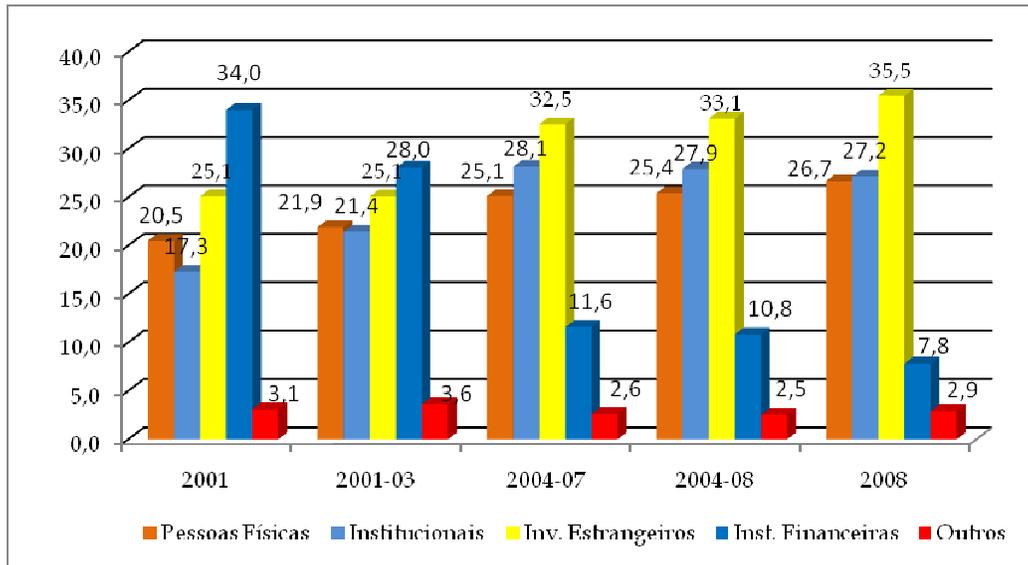
Fonte: Informativo CVM, janeiro de 2009.

Nota: Os valores dizem respeito a números (R\$ em bilhões) de dezembro de 2008 e foram atualizados com base no IGP-DI centrado.

Do lado das condições observadas no mercado internacional, destacaram-se o crescimento econômico dos países centrais, acompanhado de ampla disponibilidade de liquidez observada no âmbito do mercado financeiro internacional. Este cenário “conspirava” a favor da formação de expectativas otimistas, as quais tendem a conduzir investidores à adoção de comportamento mais ousados, em busca de maior rentabilidade as suas carteiras de investimento, em detrimento da disponibilidade de um colchão de liquidez expressivo (Ver RP II, cap. 2, seção II.5.2.2.).

A expansão da participação de investidores não residentes também pode ser observada a partir dos dados referentes participação relativa de cada um dos quatro grandes grupos de investidores no mercado de ações. Os dados apresentados no Gráfico II.13 dizem respeito a dois exercícios financeiros que constituem os extremos da série 2001-2008 e a três períodos interpostos entre estes limites. Os valores evidenciam uma participação relativa crescente dos investidores “não residentes” no âmbito do mercado de ações, sendo que a partir do ano de 2004 este grupo se constitui no principal investidor no mercado secundário brasileiro/Bovespa, tomando-se por referência o critério “volume de negociação”.

Gráfico II.13 - Participação dos grandes grupos de investidores na Bovespa, segundo o volume de recursos negociados (%)



Fonte: Bovespa

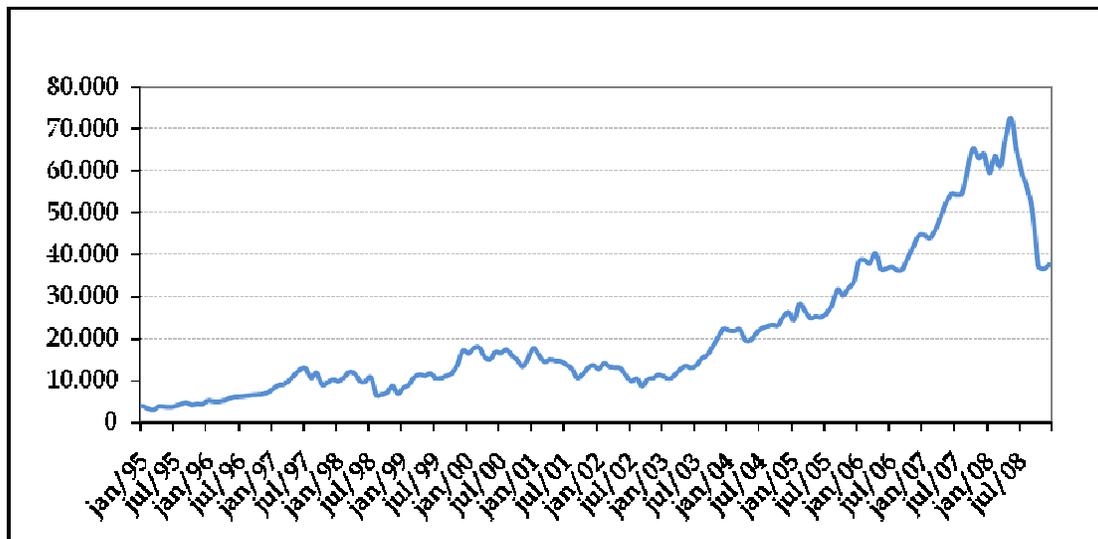
Nota 1: Inclui operações realizadas nos mercados: à vista, a termo e opções.

Segundo Sant’anna (2008, p.167) a importância relativa da participação de investidores não residentes se expressou de modo ainda mais intenso no âmbito do mercado primário, mais especificamente em “operações de abertura de capital”, no qual a participação passou de 60%, em 2005, para 73%, em 2007 (Ver também RP I, Tabela 2.4).

No âmbito dos fatores relevantes na determinação da atratividade do mercado interno de ações, diante de investidores não residentes cuja escolha de ativos observa uma perspectiva global, há que se ressaltar o papel decisivo e favorável exercido pela rentabilidade propiciada e pela baixa volatilidade observada no MAB.

Tomando por referência o indicador de rentabilidade do apresentado no Gráfico II.14, observa-se a partir de 2004 a evolução acelerada deste indicador, o qual diz respeito ao conjunto das ações das empresas emissoras de ações integrantes da carteira teórica que compõe o Ibovespa. Este resultado contribui decisivamente para a confirmação de expectativas dos investidores quando a taxas de retornos esperadas por ocasião da realização do planejamento dos investimentos. O bom desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro contribui para o fortalecimento da confiança em relação ao comportamento futuro do mercado e, conseqüentemente, favorece novas tomadas de decisão referentes à expansão dos investimentos no mercado acionário.

Gráfico II.14 - Rentabilidade do mercado de ações brasileiro - Ibovespa, 1995-2008



Fonte: Bovespa

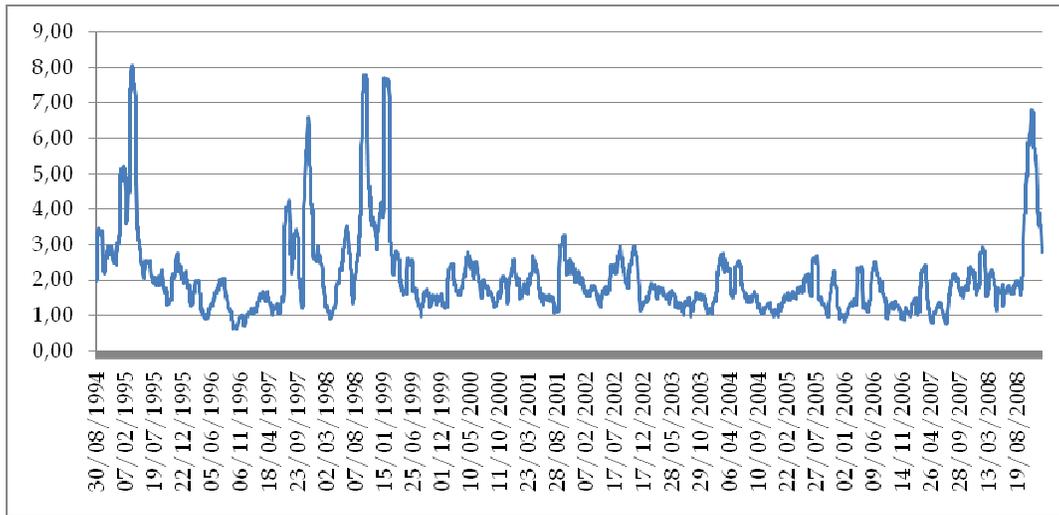
Nota: Dados referentes ao fechamento mensal, último dia do mês.

A liberalização financeira amplia a atração de investimentos em portfólio, em particular para o mercado de ações, porém, amplia a vulnerabilidade externa³⁶, isto é, aumenta a exposição a riscos associados a fatores externos capazes de expandir a volatilidade financeira e provocar profundas e repentinas mudanças nos fluxos externos de capitais. No entanto, a análise da volatilidade específica do mercado de ações brasileiro, mensurada pelo comportamento da cesta teórica de ações componentes do Ibovespa (Gráfico II.15), sinaliza para um “aparente paradoxo”, o aprofundamento da liberdade de circulação de capitais de não residentes, verificado a partir do ano 2000 (Res. CMN nº 2.689/00) veio acompanhada de uma redução expressiva da volatilidade do Ibovespa, quando comparada ao comportamento do mesmo indicador no período correspondente aos anos noventa.

No entanto, o paradoxo é apenas aparente, visto que não obstante a correlação entre o a redução da volatilidade e o processo de consolidação da liberalização financeira (relativa a movimentos do tipo *inward transaction*), não há nenhuma relação de determinação entre as duas variáveis. A determinação da melhoria do padrão de estabilidade do Ibovespa, no período 2000-2008, diz respeito à combinação dos fatores internos e externos já mencionados.

³⁶ Prates (2000, p.19) observa: “(...) o conceito de vulnerabilidade externa refere-se à fragilidade da economia de um país às mudanças na dinâmica econômica e financeira ocorridas nos países centrais. Mais especificamente, um país é vulnerável externamente quando a estratégia de política econômica adotada pode ser colocada em xeque, a qualquer momento, por uma reversão nas condições econômicas internacionais.”

Gráfico II.15 - Volatilidade do índice de ações Ibovespa (%)
(dados de fechamento diário do pregão)



Fonte: IPEADATA

II.5.5 Sumário

O processo de liberalização financeira, o aperfeiçoamento da regulamentação tributária, o aprimoramento da regulação e a criação dos segmentos diferenciados de bolsa determinaram condições **estruturais** mais propícias ao desenvolvimento do MAB.

A expansão da participação de investidores não residentes no mercado de ações - propiciada inicialmente pelo processo de liberalização financeira, e expandida pela combinação de efeitos favoráveis decorrentes da estabilidade macroeconômica, como ressaltado, foi um fator certamente positivo ao desenvolvimento do MAB.

Particularmente, com relação às mudanças regulatórias verificadas no MAB, é mais difícil identificar resultados diretos e imediatos sobre os números do mercado. Até porque, seus efeitos tendem a se diluir ao longo do tempo que é requerido para adaptação as novas regras dos agentes que ali atuam. Neste caso, no entanto, é consensual que a regulação do MAB tem sofrido uma evolução importante, sendo um fator positivo para o crescimento do mercado.

II.6. UMA AVALIAÇÃO DOS RISCOS DA EVOLUÇÃO RECENTE DO MAB (2004-2008)

II.6.1. Introdução

Esta seção tem por objetivo analisar as condições de risco associadas à evolução recente do MAB (no período 2004-08), de forma a subsidiar a discussão a ser realizada posteriormente no último relatório (RF). O objetivo central aqui é identificar a presença de possíveis focos de risco associados: (i) à (elevada) concentração do mercado em empresas específicas e em determinados setores; (ii) às condições de liquidez do mercado; e (iii) à (elevada) volatilidade dos preços dos ativos negociados. O foco da análise nesta seção é, portanto, o segmento secundário do MAB, no qual se manifestam, de forma mais rápida e evidente, as condições de risco em que opera o mercado.

A análise dos indicadores mencionados é desenvolvida a partir de três abordagens. A primeira (seção II.6.2) contempla o agregado do mercado secundário, tendo como referência central o volume total negociado na Bovespa e o comportamento do Ibovespa. A segunda (seção II.6.3) se refere ao grupo de ações que integram algum dos níveis diferenciados de governança corporativa, tendo como base empírica os volumes negociados neste segmento do mercado e o comportamento do IGC (Índice de Ações de Governança Corporativa Diferenciada). Essa segunda abordagem visa avaliar em que medida esta mudança estrutural em curso no MAB – o aumento do número de empresas que integram algum nível de GC – tem afetado suas condições de operação, com relação aos indicadores de risco mencionados. Finalmente, a terceira abordagem é de natureza comparativa: a seção II.6.4 apresenta indicadores de concentração e liquidez para países selecionados – os mesmos analisados no RP1 e na seção II.3 deste Relatório – visando posicionar os indicadores do MAB no contexto do mercado acionário internacional (MAI).

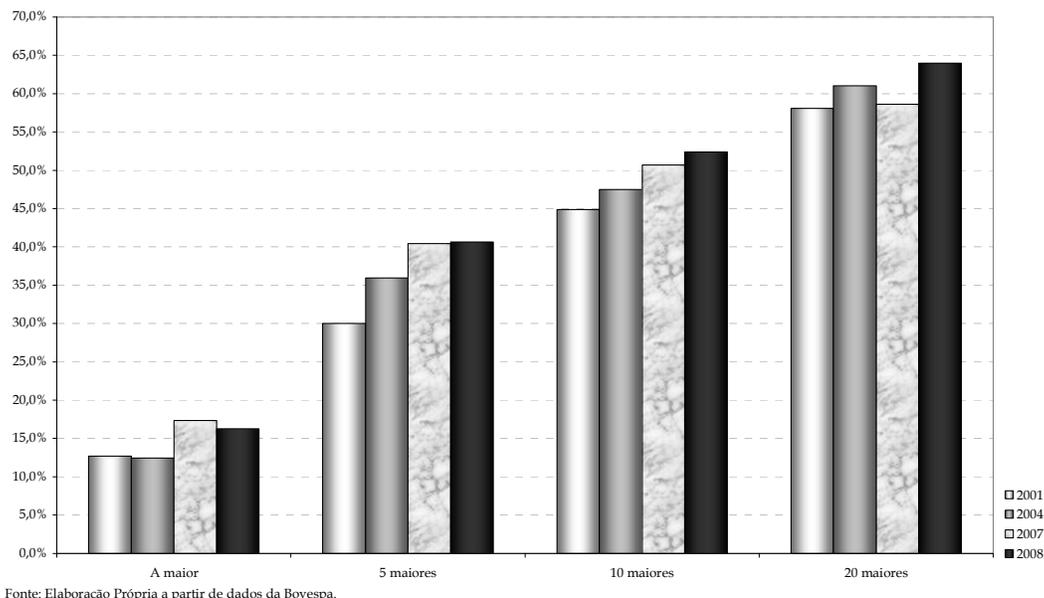
II.6.2. Indicadores de Concentração, Liquidez, Volatilidade e *Turn-over* do Mercado

II.6.2.1. Indicadores de concentração

O primeiro fator de risco a ser considerado está ligado à concentração setorial e em empresas específicas do mercado. Como já destacado no RP1, no período 2004-2008 houve

um significativo aumento da capitalização em bolsa devido, principalmente, à valorização dos papéis das empresas listadas. A concentração em termos de capitalização acompanhou este movimento e também registrou um aumento ao longo do período, como pode ser observado no Gráfico II.16. O aumento da concentração ocorre principalmente entre as 5 maiores empresas - Petrobrás, Cia Vale do Rio Doce, Itaú, Bradesco e AmBev (em 2001, Eletrobrás estava neste grupo no lugar do Bradesco) - que elevam sua participação relativa em 10,6% no período.

Gráfico II.16 - Concentração do Capitalização - Participação Percentual



O principal motivo, que causou este aumento nas participações relativas destas empresas, foi a valorização superior de suas ações em relação à observada em Bolsa; porém, e em menor medida, a diminuição do número de companhias listadas entre 2004 e o 1º semestre de 2007 também pode ter contribuído para este resultado. Contudo, este último argumento não é válido a partir do 2º semestre de 2007, pois o número de empresas listadas volta a crescer, refletindo que o mercado se tornou, de fato, cada vez mais concentrado.

Este aumento da concentração ocorre também dentro de determinados setores: a elevação do peso relativo da Petrobras e Vale, como discutido acima, levou os setores de Petróleo e Gás e Mineração a um aumento de 4,3 e 5,1 pontos percentuais de 2001 a 2008 (Tabela II.10). Já o setor bancário, apresenta leve aumento de 2001 a 2008, a despeito da trajetória de queda de sua participação até 2007; o ano de 2008 apresenta um melhor desempenho devido à grande valorização das ações do Bradesco e da entrada de novas empresas no setor.

O destaque negativo fica para o setor de Telecomunicações, que teve uma queda de 13,6 pontos percentuais no mesmo período, ocasionada pela reorganização e consolidação do setor após a privatização (em 1998), com aquisições e fechamento do capital de determinadas empresas, além de um desempenho ruim dos papéis relacionados³⁷. O setor de Energia Elétrica também demonstra leve redução no período (-3,6 p.p.), novamente devido ao desempenho de seus papéis, inferior à média do mercado até 2007.

Tabela II.10 - Concentração do Valor de Mercado - Participação % Relativa e Valor em R\$ Bilhões correntes

Empresa	Ações							
	2001		2004		2007		2008	
	%	Var.	%	Var. ¹	%	Var. ¹	%	Var. ¹
Petrobras	12,7	-	12,4	-0,2	17,4	4,9	16,3	3,9
Vale	4,6	-	9,2	4,6	11,1	1,9	10,2	1,0
Eletrobras	4,0	-	2,3	-1,7	1,1	-1,2	2,1	-0,2
Ambev	4,1	-	6,2	2,1	3,2	-3,0	4,1	-2,1
Banco do Brasil	1,6	-	2,9	1,3	3,1	0,2	2,7	-0,2
Banco Itau	4,6	-	4,8	0,1	4,4	-0,4	5,2	0,5
Itausá	1,8	-	1,7	-0,1	2,0	0,3	2,6	0,9
Bradesco	3,5	-	3,3	-0,2	4,4	1,1	4,8	1,5
Unibanco	2,7	-	1,2	-1,4	4,4	3,2	2,7	1,4
CSN	0,6	-	1,6	1,0	1,7	0,1	1,7	0,1
Telesp	3,2	-	2,7	-0,5	0,9	-1,8	1,6	-1,1
Telemar	2,8	-	1,9	-0,9	0,7	-1,3	1,0	-1,0
Telemar Norte Leste	2,8	-	1,7	-1,1	0,8	-0,8	1,0	-0,7
Subtotal (%)	48,9	-	52,0	3,1	55,2	3,2	55,9	3,9
Subtotal R\$ bilhões	210,4	-	470,6	123,7	1.367,4	190,6	720,4	53,1
Total do Mercado R\$ bilhões	430,3	-	904,9	110,3	2.477,6	173,8	1.375,3	52,0
Setores								
Petróleo e Gás	13,2	-	12,8	-0,5	14,2	1,5	17,5	4,8
Mineração	5,3	-	10,2	4,9	7,8	-2,4	10,3	0,1
Siderurgia	2,7	-	8,3	5,6	4,4	-3,8	5,3	-3,0
Alimentos e Bebidas ²	5,2	-	7,2	2,0	5,3	-1,9	7,7	0,5
Telecomunicações	22,2	-	14,7	-7,5	5,1	-9,6	8,4	-6,3
Energia Elétrica	13,6	-	9,6	-4,0	6,5	-3,0	10,0	0,4
Bancos	20,3	-	17,3	-3,0	16,8	-0,5	21,7	4,4
Subtotal (%)	82,5	-	79,9	-2,6	60,1	-19,9	80,9	1,0
Subtotal R\$ bilhões	355,1	-	723,3	103,7	1.488,4	105,8	1.112,9	53,9

Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da Bovespa.

1. Variação em pontos percentuais para os valores em % e variação percentual para os valores em R\$ Bilhões - contra o período anterior.
2. Não inclui Fumo.

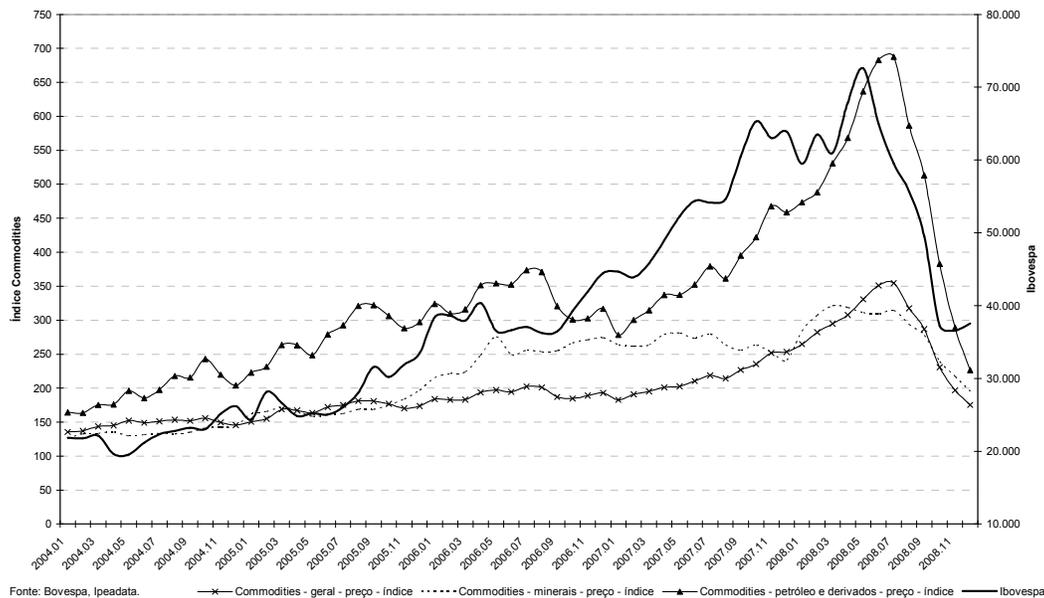
Desse modo, pode-se identificar nesta concentração um fator significativo de instabilidade: atrela-se o desempenho do mercado ao desempenho destas 5 ou 10 ações, ou mesmo determinados setores; caso haja algum fato isolado que impacte de forma

³⁷ Como exemplo deste desempenho ruim tem-se a Telemar - Oi - cuja evolução dos preços das ações foi afetada fortemente pela tentativa de reorganização societária da empresa em 2006-2007.

significativa uma destas empresas (ou setores), principalmente no sentido de sua desvalorização, pode-se ocasionar uma retração no mercado como um todo. Este argumento pode ser utilizado para explicar, por exemplo, o comportamento do mercado no período 2000-2002 quando os papéis setor de Telecomunicações se desvalorizaram, em média, 46,8%, em virtude do processo de reorganização do setor mencionado acima. Esse impacto negativo certamente acentuou a retração do mercado no mesmo período, já que explicou cerca de 20% da desvalorização de 34,1% do Ibovespa.

Da mesma forma, como a partir de 2004 a principal característica desta distribuição setorial (em termos de capitalização) se torna a elevada participação de setores ligados a *commodities*, que respondiam em 2008 por 43,8% do total. O desempenho das ações desses setores, que é fortemente condicionado pelo comportamento dos preços destas mercadorias no mercado internacional, acaba por atrelar o comportamento de todo o Ibovespa a estes preços, principalmente ao preço do petróleo e derivados (Gráfico II.17)³⁸.

Gráfico II.17 - Evolução do Ibovespa x Índice de *Commodities*



II.6.2.2. Indicadores de liquidez

O segundo fator de risco a ser analisado diz respeito às condições de liquidez do mercado. Como observado no Capítulo I deste Relatório (seção I.1), a liquidez de um ativo é um atributo conceitualmente complexo e de difícil mensuração. Embora envolva algumas

³⁸ Posteriormente serão feitas considerações sobre os efeitos que a volatilidade destes preços podem ocasionar.

condições estruturais, o grau de liquidez de um ativo, ou de um mercado de ativos, é potencialmente (e frequentemente) instável na prática. Dadas essas condições estruturais, o grau de liquidez de um ativo ou mercado varia, a cada período, de acordo com os objetivos (de compra ou venda), as avaliações (altistas, baixistas ou neutras) e com o grau de divergência (ou convergência) de expectativas entre os investidores, em relação aos ativos disponíveis no mercado em questão.

Um ativo é mais líquido quanto mais rapidamente puder ser convertido em qualquer outro (ou em moeda, inicialmente) com a menor perda de valor possível. Assim, para um ativo especificamente, um elevado grau de liquidez se verifica na presença de duas condições simultaneamente: (i) um volume significativo de demanda (e, portanto, um número razoável de investidores com intenções de compra); (ii) um grau razoável de convergência de expectativas em torno de avaliações altistas ou neutras quanto a seu preço futuro (a predominância de avaliações baixistas, naturalmente, é contraditória com uma demanda significativa).

Para o mercado de ações em conjunto, um elevado grau de liquidez se manifesta pela combinação de duas tendências: a) elevado ou crescente volume negociado no mercado secundário, que indica elevada ou crescente demanda por ações; b) estabilidade ou crescimento do índice de preços das ações - isto indica que o maior volume de negócios não implicou ou exigiu redução dos preços das ações negociadas. Assim definido, um elevado grau de liquidez reflete não só um mercado mais dinâmico, mas também, temporariamente, mais seguro (enquanto durar o quadro de alta liquidez).

Nesta seção, os primeiros indicadores de liquidez analisados são o volume de ações negociado na Bovespa e o comportamento do Ibovespa. Além desses, dois outros indicadores serão analisados: (i) a concentração da negociação em torno das ações de algumas empresas, medida pela participação percentual das ações mais negociadas sobre o volume total negociado (que é a medida de concentração utilizada pela própria Bovespa); (ii) a relação entre os volumes negociados no mercado secundário e as emissões primárias no mesmo período.

O primeiro permite avaliar em que medida um aumento (ou redução) do grau de liquidez reflete uma tendência geral do mercado ou de apenas parte dele (no caso de elevada concentração). Além disso, como discutido anteriormente, a maior concentração do mercado em poucas empresas é um indicador de risco. Assim, a eventual combinação de aumento da liquidez com aumento da concentração significa um mercado menos seguro que na ausência deste segundo efeito. Quanto à relação entre os fluxos de recursos nos segmentos secundário

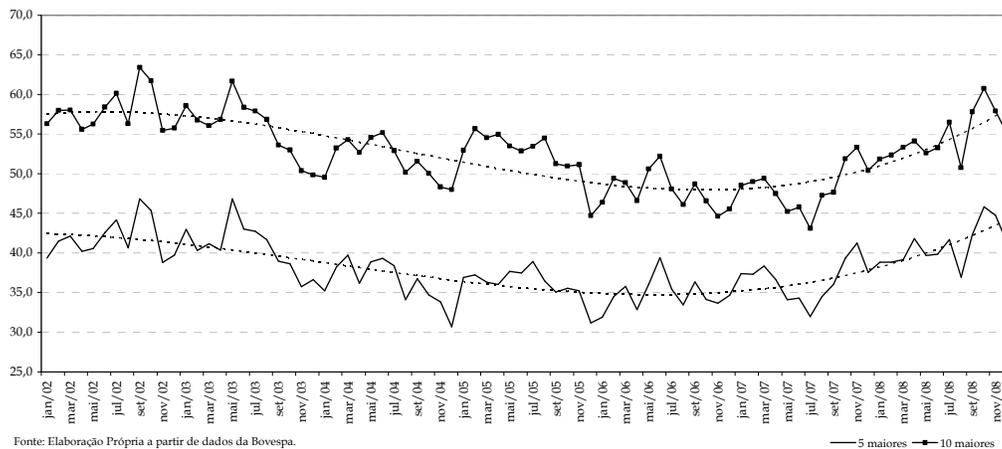
e primário, ela é útil como indicador de “giro” do mercado (embora não necessariamente das ações recentemente emitidas no mercado primário) e, indiretamente, de seu perfil especulativo (mais acentuado quanto maior a relação). Embora não se possa definir um número “ótimo” para este indicador, uma relação Secundário/Primário muito elevada ou crescente indica certo “descolamento” do segmento secundário em relação ao primário, sugerindo baixo tempo de retenção das ações em carteira e, assim, um mercado mais especulativo, isto é, mais concentrado em operações de curto prazo, visando ganhos (rápidos) de capital.

O comportamento do volume negociado na Bovespa foi analisado no RP1, onde mostrou-se acentuado crescimento (de 139%) da média anual negociada no período 2004-08 (de R\$ 848,3 bilhões), ante o período anterior (1999-2003, com média anual de R\$ 325,3 bilhões - RP1, Cap. II, Tabela II.18, p. 86). Também no período 2004-08, o Ibovespa mostrou valorização real (deflacionada pelo IGP-DI) de 4,0% ao ano (RP1, Cap. II, Tabela II.18, p. 86). A julgar pela combinação desses indicadores, portanto, houve aumento do grau de liquidez no MAB no período considerado, já que o forte aumento dos volumes negociados se conciliou com um cenário de aumento de preços das ações.

Quanto ao grau de concentração dos volumes negociados (Gráfico II.18), podem ser observados dois movimentos³⁹: o primeiro, que vai de 2002 à metade de 2007, quando há uma tendência (linha pontilhada) de diminuição da concentração, e o segundo, que vai da metade de 2007 até o final de 2008, quando esta tendência se inverte. Desta forma, embora a concentração em termos de capitalização possa ter influenciado o nível desta concentração em termos de volume de negócios, outros fatores devem ter atuado sobre este indicador e serão explorados abaixo.

³⁹ Como ressaltado na introdução do capítulo II, o foco da análise é o período 2004-2008. A periodicidade, 2002-2007 e 2007-2008, foi escolhida, pois o movimento de queda da concentração se inicia no ano de 2002, mas existem dados disponíveis desde dezembro de 2001.

Gráfico II.18 - Concentração do Volume Negociado



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da Bovespa.

Tabela II.11 - Concentração do Volume negociado na Bovespa

Período	Participação % no Volume Total de Negócios					Empresas com Ações Negoc. ¹	Volume (R\$ Milhões)
	A maior	5 maiores	10 maiores	20 maiores	Outras		
2002	15,7	41,8	58,0	77,4	22,6	411	138.969
2003	17,5	40,7	55,8	75,2	24,8	383	204.584
2004	13,2	36,3	51,7	70,2	29,8	361	304.102
2005	10,4	36,2	52,5	70,3	29,7	365	401.091
2006	13,8	34,8	47,8	64,7	35,3	342	598.880
2007	14,0	36,1	47,7	62,5	37,5	379	1.199.307
1º sem.	13,4	36,3	47,6	62,1	37,9	362	493.866
2º sem.	14,6	36,8	48,9	63,3	36,7	397	705.441
2008	17,9	40,9	54,7	68,8	31,2	397	1.375.848

Fonte: Bovespa. 1. Médias por período.

No primeiro período a média anual da participação das 10 empresas mais negociadas em bolsa cai de 58,0% (em 2002) para 47,6% (no 1º semestre de 2007), uma queda de 10,4 p.p (Tabela II.11). Vale ressaltar novamente que, no mesmo período, o número de empresas com ações negociadas em bolsa (médias anuais) caiu de 411 em 2002 para 362 no 1º semestre de 2007; desta maneira, pode-se concluir que houve uma maior “equidade”, ainda que relativa, quanto ao volume negociado na Bovespa.

Neste período ocorrem também duas mudanças estruturais no mercado. A primeira é resultante da criação dos segmentos diferenciados de governança corporativa e da crescente presença de ações listadas nestes segmentos (como analisado na seção II.5). Um primeiro efeito da listagem a ser destacado é a contribuição para o aumento do percentual de ações “free float” - ações que não se encontram nas mãos de controladores, investidores estratégicos (com mais de 5% do total) e/ou tesouraria - já que a manutenção de um percentual mínimo de ações sob esta condição é uma das exigências dessas listagens

especiais. Outros possíveis efeitos estão ligados a maior divulgação de informações, o que implica numa menor assimetria informacional, tendendo a favorecer a negociação destes ativos. Como será mostrado na seção II.6.3, estes papéis foram os grandes responsáveis pelo vigoroso crescimento do volume negociado no período, inclusive no ano de 2008 (quando houve uma certa deterioração da liquidez internacional e desaceleração no crescimento mundial), quando seu volume negociado cresceu 19,5% e contribuiu para o crescimento de 12,1% do volume total. Assim, é possível que o aumento do número de empresas comprometidas com melhores práticas de governança tenha contribuído para tornar o mercado secundário menos concentrado.

A segunda mudança estrutural está ligada à participação dos investidores estrangeiros, que como já observado (neste Relatório e no RP1), cresceu amplamente no período. Esses investidores, em geral, ingressam em mercados emergentes, como é o caso do MAB, com o objetivo de obter retornos rápidos na forma de ganhos de capital. Em função disso, tendem a negociar suas aquisições com maior frequência, bem como a privilegiar as ações que demonstrem maior grau de liquidez no período. Além disso, embora pequenos em relação a seus mercados de origem (basicamente, mercados de capitais de países mais desenvolvidos), os investimentos estrangeiros têm peso significativo nos mercados emergentes - e no MAB, em particular - tornando-se, por isto, um importante condicionante do grau de concentração desses mercados. Mais especificamente, diante de uma forte atuação de investidores estrangeiros, as operações nos mercados emergentes tendem a se concentrar em torno das preferências desses investidores.

Assim, a maior participação de investidores estrangeiros tende a ampliar a liquidez do mercado, medida pelo volume negociado - de fato, como já observado no RP1, o aumento dessa participação foi um dos fatores explicativos do acentuado crescimento dos negócios na Bovespa no período 2004-08. Aliado ao aparente efeito positivo das listagens especiais de governança sobre a liquidez do mercado, a maior presença dos investidores estrangeiros nesse período acabou por favorecer também uma certa "desconcentração" do segmento secundário do MAB.

Movimento análogo pode ser observado no segundo período analisado. A partir do segundo semestre do ano de 2007, se inicia um novo movimento, em direção a uma maior concentração do mercado: a participação das 10 maiores empresas sai de 47,6% no 1º semestre de 2007 para 54,7% em 2008 (destaque-se a elevação na participação da 1ª maior empresa - Petrobrás), ficando num patamar bem próximo ao verificado no início da série (especialmente 2003). Este movimento pode ser explicado pelo comportamento "normal" dos

agentes em períodos de crise, acentuado pela maior participação de investidores estrangeiros: em virtude da maior incerteza, os agentes tendem a converter em moeda inicialmente os ativos mais líquidos de seu portfólio, o que vai gerar uma maior concentração dos negócios em torno destes ativos. Apesar da melhora qualitativa gerada pelos setores diferenciados de governança, a maior preferência por liquidez, aliada à elevada participação de investidores estrangeiros no MAB, parece ter tido maior peso neste período.

Conclui-se, então, que as condições de liquidez do MAB (associadas à concentração em termos do volume negociado) dependem fortemente da influência de fatores conjunturais, e, portanto, que os riscos associados a estas condições são inerentes a todo e qualquer mercado acionário. O que muda para o mercado brasileiro, em específico, são as condições estruturais do mercado, que atuaram em dois sentidos opostos no período: se por um lado pode-se considerar uma melhora qualitativa destas condições em virtude da crescente presença de ações listadas em níveis diferenciados de governança, por outro, a forte presença de investidores estrangeiros tende a acentuar o impacto dos determinantes conjunturais.

O terceiro indicador de liquidez aqui analisado é a relação entre os volumes negociados nos segmentos secundário e primário do MAB. Neste caso, embora se trate de um indicador numérico objetivo, a análise deve ser mais qualitativa, já que não há um número “ótimo” para esta relação. Seu aumento, até certo ponto, é saudável, indicando que o mercado secundário está cumprindo seu papel, de dar liquidez às ações. Contudo, uma relação Secundário/Primário muito alta, ou continuamente crescente, pode indicar também um mercado extremamente especulativo, isto é, com “descolamento” dos negócios no segmento secundário em relação ao primário, motivado apenas pela busca de rápidos ganhos de capital com a precoce revenda dos papéis.

Diante da dificuldade de se estabelecer um parâmetro de qualidade para este indicador, analisa-se aqui apenas sua trajetória entre períodos diversos, de modo a detectar tendências de aumento, estabilidade ou redução. Como mostrado no RP1 (Cap. II, Tabela II.18, p. 86), essa relação, medida pelos valores em dólares, foi de 36 vezes, em média, no período 1995-98; de 259 vezes entre 1999-2003; e de 51 vezes entre 2004-08. Esses números deixam evidente o caráter altamente especulativo do MAB no período 1999-03, não só pela enorme discrepância do indicador em relação aos dois outros períodos, mas também pelo fato dos anos 1999-03 serem marcados por forte retração dos negócios no segmento primário - indicando, portanto, nítido descolamento do mercado secundário em relação à quase paralisia do mercado primário. Assim, a queda acentuada deste indicador na fase de

expansão recente (2004-08) mostra um comportamento mais favorável do mercado quanto a seu perfil especulativo.

Os dados anuais (RP1, Cap. II, Anexo I, Tabela II.18, p. 143), mostram ainda que a tendência de queda dessa relação foi mais acentuada a partir de 2006: após “desabar” de 885 em 2003 para 61 vezes em 2004, a relação Secundário/Primário se eleva para 84 vezes em 2005 e, a partir de então, cai continuamente, atingindo 36 vezes em 2008 – mesmo patamar do período 1995-98 (também uma fase de expansão). Trata-se, de fato, de uma redução saudável, porque se dá em um período de forte crescimento das operações no mercado secundário. Ou seja, a queda dessa relação no período recente não reflete uma tendência de redução dos negócios no mercado secundário, mas sim o forte aumento das operações também no mercado primário.

II.6.2.3. Volatilidade

O terceiro fator que pode levar a maiores condições de risco no mercado é a volatilidade dos ativos nele negociados. Contudo, antes de discutir este aspecto, alguns esclarecimentos conceituais e metodológicos são necessários, de modo a orientar a interpretação dos resultados obtidos.

A volatilidade de um índice ou do preço de um ativo qualquer é um conceito usado no mercado financeiro para designar um comportamento marcado por variações frequentes e, principalmente, de magnitude significativa em relação a seu padrão de comportamento recente. Assim, um indicador comumente usado para medir a volatilidade é o desvio padrão – uma medida de dispersão de dados – do referido índice ou preço ao longo de determinado período (mensal, trimestral, anual). No MAB, os indicadores de volatilidade comumente usados pela Bovespa são calculados pelo desvio padrão das variações *diárias* dos índices em questão, ao longo de cada mês de negociação, sendo tais variações anualizadas, considerando o número médio de pregões num ano (normalmente 252).⁴⁰

No entanto, embora este procedimento permita um cálculo preciso da volatilidade, a interpretação desse resultado não é trivial, porque não existe um valor de referência que nos permita avaliar, de forma objetiva, se o grau de volatilidade encontrado para determinado

⁴⁰ Formalmente, o procedimento para cálculo da volatilidade é o seguinte: a) calcula-se a variância de u , dada por $s^2(u)$, sendo $u = \ln(P_t/P_{t-1})$, onde P representa o preço da ação, ou o valor do índice em questão, e t representa o dia de validade de cada preço; b) em seguida, visando anualizar este resultado diário, multiplica-se $s^2(u)$ pelo número de pregões no ano (252); c) por fim, para chegar-se à volatilidade (v), medida pelo desvio padrão da variação anual, extrai-se a raiz quadrada deste resultado, ou seja: $v = \sqrt{[s^2(u).252]}$ ou $v = s.\sqrt{252}$. Ver, a respeito, Hull (1998), pp. 252-255 e 264-265.

índice, em determinado período, é satisfatório ou não (muito “alto” ou muito “baixo”) ⁴¹. Essa análise é, na prática, mais qualitativa que quantitativa, e baseia-se, essencialmente, na comparação do comportamento de um índice com outros, no mesmo período, e com ele mesmo, em períodos anteriores.

Um índice com elevada volatilidade (em relação a outros índices ou a seu comportamento recente) sinaliza um mercado mais arriscado, já que a maior variabilidade dos preços em questão dificulta a formulação de estimativas de seus preços no futuro – mesmo no futuro próximo. Assim, a alta volatilidade tende a ser um fator inibidor da demanda pelo ativo em questão, especialmente por ativos cujos rendimentos são esperados no longo prazo, como é o caso das ações. Neste caso, a principal fonte de retorno esperado do ativo seria o ganho de capital, eventualmente obtido com o aumento do seu preço. No entanto, como a alta volatilidade pode resultar também de variações negativas nos preços dos ativos, ela significa também maior probabilidade de perda de capital, caso o ativo tenha que ser vendido em um momento de baixa.

Contudo, não se pode afirmar, taxativamente, que a baixa volatilidade seja sempre uma vantagem e, assim, um fator de atração da demanda. Esse resultado indica grande estabilidade do preço do ativo ao longo do período considerado. Isto, por um lado, reduz o risco de estimativas para o futuro – desde que as condições que cercam o preço estável se mantenham, o que, obviamente, não é garantido. Por outro, sinaliza baixa probabilidade de ganhos de capital (assim como de perdas), o que é particularmente desanimador para ativos, como as ações, que só oferecem rendimentos no longo prazo.

Numa análise qualitativa, em suma, pode-se afirmar que a alta volatilidade, ao representar, de fato, um cenário de maior risco em relação ao potencial de ganho ou perda de capital, tende a inibir os investidores mais cautelosos, atraindo, porém, aqueles mais propensos a riscos, já que, em caso de grande variação positiva do preço de ativo, o ganho de capital será significativo. No cenário de baixa volatilidade, tende a ocorrer o contrário. Assim, mercados que demonstrem maior volatilidade tendem a tornar-se mais especulativos, atraindo principalmente investidores que visam ganhos rápidos de capital, pouco interessados, portanto, em manter os ativos em carteira por muito tempo.

Outra questão importante para subsidiar a interpretação de um indicador de volatilidade refere-se às possíveis causas do resultado. Sabe-se que grandes variações de preço em determinado mercado (resultando em alta volatilidade) ocorrem diante de grandes

⁴¹ Hull (1998: p. 252) afirma que “Os valores típicos da volatilidade de uma ação estão no intervalo de 0,2 a 0,4 ao ano”, ou seja, entre 20% e 40%. Isto, porém, é uma constatação meramente estatística – fruto da observação do histórico de volatilidade das ações no mercado norte-americano – e não um juízo de valor.

movimentos (fluxos) de compra ou venda, proporcionalmente ao tamanho (prévio) do mercado. Há, em princípio, três fatores a considerar, não mutuamente excludentes, como possíveis causas de um perfil de alta volatilidade (ou de baixa, na ausência delas): a) um quadro de ampla convergência de expectativas no mercado, que leve grande parte dos investidores a optar, simultaneamente, pela compra ou pela venda de determinado(s) ativo(s); b) um mercado altamente concentrado em poucos grandes investidores, de modo que qualquer movimento de um deles seja suficiente para gerar um impacto proporcionalmente grande sobre a demanda (no caso de compra) ou a oferta (no caso de venda) do mercado em questão; c) um quadro de baixa liquidez de grande parte do(s) ativo(s) negociado(s) *no período*.⁴²

O primeiro fator é, naturalmente, circunstancial e conjuntural: periodicamente e por razões variadas, pode ocorrer um grau elevado de convergência de expectativas em relação a ativos específicos. A volatilidade assim gerada tende a ser passageira, e não uma característica intrínseca ao ativo ou mercado em questão. O segundo fator é de natureza estrutural, tendendo a gerar, sistematicamente, um quadro de maior volatilidade. Embora um elevado grau de concentração possa ser observado também em mercados amplos, já estabelecidos, este é, tipicamente, o caso de mercados “pequenos”, em fase de desenvolvimento - o que, por sua vez, é, tipicamente, o caso dos mercados acionários de países em desenvolvimento, como o Brasil. Isto explica a maior volatilidade, em geral, encontrada nestes mercados, e não necessariamente, a vigência de condições macroeconômicas - conjunturais - mais instáveis.

Nos dois casos, os ativos de menor liquidez tendem a ser os responsáveis pela maior volatilidade do mercado. Isto se explica pelo próprio conceito de liquidez: um ativo é mais líquido quanto mais rapidamente puder ser convertido em qualquer outro (ou em moeda, inicialmente) com a menor perda de valor possível. Assim, os ativos mais líquidos, embora sejam negociados mais freqüentemente e em volumes maiores, por definição, não requerem grandes variações de preço para induzir o mercado à compra ou à venda. Em outros termos, nestes casos, a maior freqüência e volume de negócios se dá a preços próximos da média recente do mercado, gerando, portanto, baixa volatilidade. Os ativos menos líquidos, ao contrário, ao serem vendidos em massa (pelo conjunto do mercado ou por poucos grandes investidores), tendem a sofrer grande queda de preço em curto espaço de tempo, elevando a volatilidade do mercado. Analogamente, o súbito aumento da demanda por um ativo, até

⁴² Vale lembrar que os ativos *normalmente* mais negociados são, por definição, os de maior liquidez. Contudo, em situações ou períodos atípicos, pode ocorrer intensa negociação de ativos, normalmente, pouco negociados - de baixa liquidez.

então, de baixa liquidez (pouco negociado, portanto), tende a provocar forte elevação em seu preço, ampliando sua volatilidade.

O grau de liquidez de um ativo tem determinantes estruturais - como sua regulamentação e o grau de organização de seus respectivos mercados secundários - e conjunturais - como a percepção dos investidores quanto a suas possibilidades de retorno e risco. Assim, a volatilidade, alta ou baixa, decorrente deste aspecto pode também ser de natureza estrutural ou conjuntural.

De um modo geral, a volatilidade média do mercado brasileiro caiu no período de 2001-2007, passando de 35,2% em 2001 para 27,0% em 2007⁴³. Este comportamento pode ser atribuído a: (i) menor concentração em termos da demanda interna, com uma “*maior ‘popularização’ do mercado*” (RP1, Cap. II, seção II.7.2, p. 106)⁴⁴, (ii) uma maior convergência das expectativas dos agentes quanto à valorização (de um modo geral) das ações no período; (iii) menor concentração em torno da negociação dos ativos anteriormente mais líquidos (quadro de maior liquidez dos ativos negociados). Destaca-se novamente que a menor concentração em termos de demanda interna foi acompanhada por uma maior concentração em torno de investidores estrangeiros.

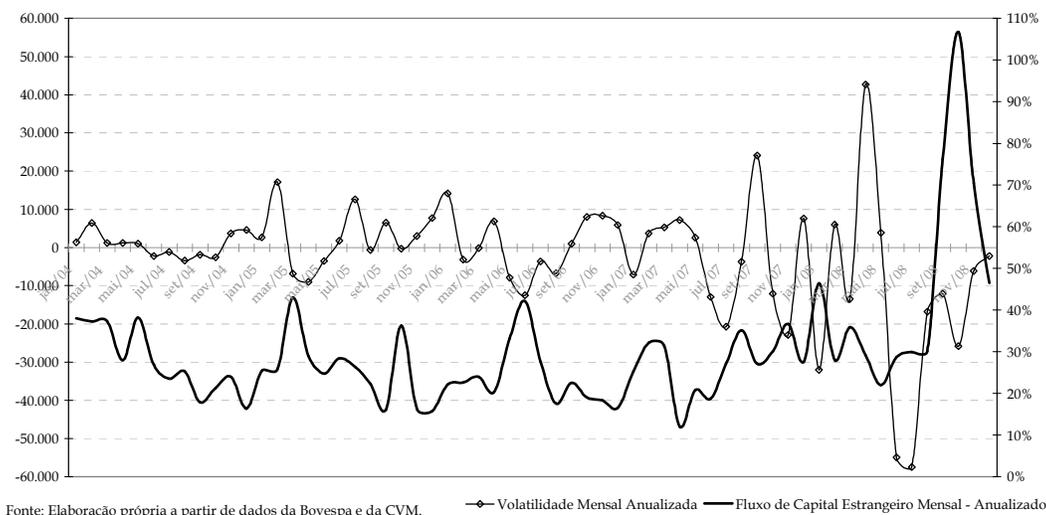
Já em 2008, a volatilidade sobe para 45,8% (média anual), tendo atingido o pico de 106,8% em outubro (próximo ao patamar da crise cambial de 1998-1999⁴⁵). Neste ano, o quadro descrito acima se reverte: a convergência de expectativas de valorização se dissipa e dá lugar a uma certa convergência de expectativas baixistas; a concentração em torno dos investidores estrangeiros revela seus efeitos perversos, com a saída de grande parte destes investidores comandando a tendência de queda do mercado.

Gráfico II.19 - Volatilidade Mensal Anualizada do Ibovespa x Fluxo de Capital Estrangeiro em Bolsa Mensal Anualizado - 2004-2008

⁴³ Vale notar que o 2º semestre do ano de 2007 já é influenciado pelo início da crise financeira internacional, o que leva a um leve aumento deste indicador se comparado ao ano de 2006: 27,0% contra 23,8%, respectivamente.

⁴⁴ Ainda que tenha havido uma elevação da participação dos investidores estrangeiros.

⁴⁵ Em setembro de 1998 a volatilidade atingiu o patamar de 123,8% e em janeiro de 1999, 131,7%.



Particularmente, a evolução da volatilidade guarda importante relação com o comportamento dos fluxos de capital estrangeiro, sobretudo a partir de 2007⁴⁶. Tal fato está ilustrado no Gráfico II.19, que mostra claramente a relação inversa entre estes dois elementos: períodos em que o fluxo é positivo e/ou aumenta significativamente são marcados por maior convergência de expectativas e liquidez, e, conseqüentemente, menor volatilidade; por outro lado, períodos em que o fluxo se torna negativo são marcados por uma elevação na volatilidade.

II.6.3. Risco e Níveis de Governança Corporativa

II.6.3.1. Introdução

Como discutido no RP1 (Cap. II, seção II.4), a Bovespa instituiu, em dezembro de 2000, segmentos de listagem diferenciada de ações segundo compromissos de governança corporativa⁴⁷ (sendo a adesão voluntária), com o intuito de: (i) favorecer o aumento da liquidez e a valorização dos papéis destas empresas; (ii) aumentar a participação dos investidores e os recursos aplicados em bolsa; (iii) facilitar o acesso a informações (reduzindo a assimetria); reduzindo, então, a exposição dos investidores a riscos que envolvam procedimentos de governança e às decisões de investimento.

⁴⁶ RP1, Cap. II, Tabela II.26

⁴⁷ São 4 segmentos especiais: Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Bovespa Mais (N1, N2, NM, BM). As “regras” básicas contemplam o equilíbrio de direito entre os acionistas, a manutenção de determinada parcela de ações em circulação no mercado e a divulgação de informações, sendo que cada segmento (N1, N2, NM, BM) possui um conjunto de obrigações específicas.

Por sua vez, a mensuração dos efeitos desta medida não é trivial, principalmente nos resultados relacionados aos dois primeiros objetivos, devido a outros fatores influenciarem a demanda por ações, a valorização dos ativos e a liquidez do mercado. Quanto ao terceiro objetivo, entretanto, vale destacar que os resultados são mais evidentes: a adesão da empresa aos segmentos especiais de listagem facilita significativamente o acesso a informações pelos agentes, caso os compromissos firmados com a Bovespa quanto à sua divulgação (ver RP1, Quadro II.1, pp 71) sejam cumpridos.

Neste sentido, um indicador que pode ajudar esta avaliação de resultados é o Índice de Ações de Governança Corporativa Diferenciada (IGC), calculado pela Bovespa. Uma análise deste índice permite tirar conclusões sobre a valorização dos papéis e sua liquidez, além de outros aspectos que serão analisados abaixo.

II.6.3.2. Notas metodológicas

O Índice de Ações de Governança Corporativa Diferenciada (IGC) foi criado pela Bovespa em junho de 2001, com o objetivo de medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa (a base do índice foi fixada em 1.000 pontos para a data de 25 de junho de 2001).

São incluídas nesta carteira todas as empresas admitidas à negociação no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 da Bovespa. O procedimento para inclusão de uma ação funciona da seguinte maneira: quando se tratam de ações de novas empresas, estas são incluídas após o encerramento do primeiro pregão regular de negociação; quando as ações são de empresas já negociadas na Bovespa, elas são incluídas no índice após o encerramento do pregão anterior ao seu início de negociação nos segmentos diferenciados. Uma vez a empresa tendo aderido a estes segmentos, todos os tipos de ações de sua emissão participarão da carteira do índice, exceto se sua liquidez for considerada muito baixa.

Uma ação poderá ser excluída do índice caso apresente um nível de liquidez muito reduzido, entre em regime de recuperação judicial ou falência, ou no caso de uma oferta pública de aquisição - OPA - que resulte na retirada de circulação de parcela significativa de ações do mercado.

As ações que fazem parte da carteira do índice são ponderadas pela multiplicação de seu valor de mercado por um fator de governança, que é igual a 2 para os papéis do Novo Mercado, 1,5 para o Nível 2 e 1 para o Nível 1. A participação de uma empresa no IGC, considerando todos os papéis de sua emissão inclusos na carteira do índice, não poderá ser

superior a 20%; sendo que o peso de cada ação poderá se alterar ao longo do tempo, em função da evolução dos preços de cada ação e/ou da distribuição de proventos pela empresa⁴⁸.

Feitas estas primeiras apresentações metodológicas, o próximo passo está na análise da composição do IGC e de seu desempenho, quanto à sua capitalização, liquidez, valorização e volatilidade; além de uma comparação com o desempenho do índice Bovespa (Ibovespa) - a fim de analisar se a listagem nos segmentos diferenciados foi capaz de favorecer o aumento da liquidez e a valorização dos papéis, dentre outros aspectos.

Todavia, antes de iniciar esta análise, vale fazer um comentário acerca do referencial de comparação, ou seja, o Ibovespa. É importante ressaltar que os papéis de empresas listadas em níveis diferenciados de governança corporativa também fazem parte deste índice e que gradativamente, as composições do Ibovespa e do IGC se assemelham: em 2001, as ações listadas no IGC também listadas no Ibovespa possuíam um peso de 19,9% neste último índice; já em 2008, o peso destas ações subiu para 70,4%⁴⁹. Este fato ocorre em decorrência tanto da adesão de algumas empresas que fazem parte do Ibovespa à listagem diferenciada⁵⁰ quanto do ingresso de algumas ações já listadas no IGC no Ibovespa⁵¹.

Entretanto, a despeito destas semelhanças, o Ibovespa foi considerado a melhor referência para comparação devido a sua representatividade em relação ao total da Bovespa e sua composição (com uma menor participação relativa de ações também negociadas no IGC⁵²), em comparação aos demais índices divulgados pela Bovespa (IBRX e IBRX-50).

Feitas estas considerações, pode-se iniciar a análise proposta.

II.6.3.3. Composição do IGC

A carteira do IGC é composta por todas as empresas admitidas à negociação no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 da Bovespa. No período analisado (2001-2008), o nº de companhias negociadas no índice aumentou significativamente, passando de uma média de 15 em 2001, para 159 em 2008. Sua representatividade no total da Bovespa saltou de 2,7% em junho de 2001 para 40,3% em dezembro de 2008 (Gráfico II.20).

Gráfico II.20 - Nº de Empresas Listadas no IGC - Mensal

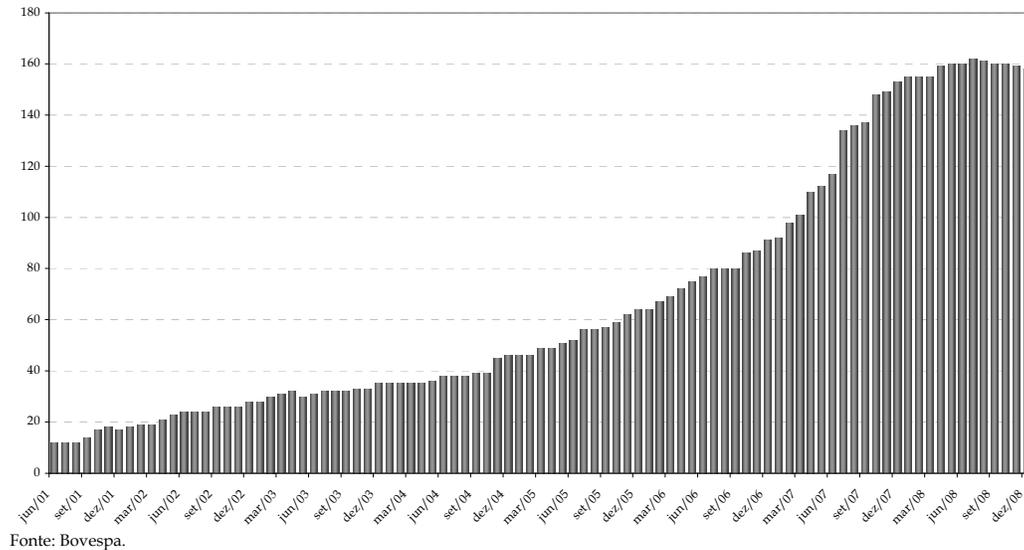
⁴⁸ Neste sentido, o IGC é um índice que avalia o retorno total das ações.

⁴⁹ Em 2008, os papéis com maior peso no IGC eram também papéis de grande peso no Ibovespa (Vale, Itáú, Bradesco, BM&F Bovespa).

⁵⁰ Caso de Renner, Tractebel, Light, Nossa Caixa, Banco do Brasil e Embraer, por exemplo.

⁵¹ Caso de Natura, Gol, Tam, All America Latina Logística e Gafisa, por exemplo.

⁵² Considerando o número de empresas GC sobre o total do índice e o peso relativo excluindo Petrobras.



O crescimento vigoroso deste número está diretamente ligado ao aumento de operações de oferta pública inicial (IPO). Foram 90 operações no período 2001-2008 sendo que 89 novas empresas foram listadas em algum segmento diferenciado de governança, com destaque para o segmento Novo Mercado.

Este aumento significativo do número de empresas refletiu-se numa menor concentração do índice: a parcela relativa aos 10 papéis com maior peso sobre o índice passou de 86,4% em 2001 para 48,3% em 2008 (Tabela II.12). Essa queda foi em grande parte explicada pelo setor financeiro, cuja participação no IGC contraiu-se de 61,5% em 2001 para 27,4% em 2008.

Tabela II.12

**Carteira Teórica do IGC - Participação Relativa (Peso) de Papéis Selecionados sobre o IGC Total -
 Composição setorial dos 10 papéis de maior peso no índice - 2001-2008**

Ano	10 ações de maior peso no IGC							Total das 10+	Outras ações que compõem o IGC	IGC Total
	Setor Financeiro			Setor de Commodities						
	Bancos	Bolsas	Subtotal	Energia ¹	Sid. /Metal.	Extração Mineral	Subtotal			
2001	61,5	-	61,5	12,3	4,5	-	16,8	86,4	13,6	100,0
2002	50,1	-	50,1	4,7	-	-	4,7	77,0	23,0	100,0
2003	35,0	-	35,0	4,1	3,7	20,7	28,5	71,6	28,4	100,0
2004	32,4	-	32,4	3,3	3,7	19,6	26,6	61,8	38,2	100,0
2005	34,2	-	34,2	5,0	2,7	17,4	25,1	59,3	40,7	100,0
2006	28,2	-	28,2	-	-	17,5	17,5	51,5	48,5	100,0
2007	19,6	9,9	29,5	-	-	17,7	17,7	50,4	49,6	100,0
2008	22,7	4,7	27,4	2,5	-	15,9	18,5	48,3	51,7	100,0

Fonte: Bovespa. ¹Inclui Energia Elétrica (2001-2005) e Petróleo (2008).

O conteúdo desta tabela se refere à composição da carteira de referência do IGC. Quanto maior o peso relativo de um papel sobre um índice, maior a influência que as variações no preço deste papel terão sobre variações no índice.

Mesmo com esta diminuição relativa de peso ao longo do período, considerando os 10 papéis de maior peso no IGC como uma *proxy* para o peso total no índice, o setor financeiro⁵³, composto por Bancos, Intermediários Financeiros e Bolsas, ainda respondia por 27,4% do índice total em 2008, com destaque para os papéis dos principais bancos do país: Banco do Brasil, Itaú, Bradesco e Unibanco; os setores ligados à commodities respondiam por 18,5% neste mesmo ano (sendo que este número aumenta significativamente se considerarmos todos os papéis listados no índice, em vez de apenas os 10 de maior peso⁵⁴), sendo os setores de Energia Elétrica⁵⁵ e Extração Mineral⁵⁶ os principais.

Em suma, é crescente o número de empresas que compõem o IGC, o que faz com que haja uma diminuição significativa (38,1 p.p.) da concentração em um número específico de empresas (no caso, as 10 maiores). No entanto, a magnitude deste efeito não se verifica ao analisarmos a composição setorial do índice, que ainda é bastante concentrado em empresas ligadas ao setor bancário, extrativo mineral e de energia elétrica.

⁵³ Considerando todos os papéis listados no índice, o setor financeiro tem peso de 32,7% incluindo Bancos e Bolsas de Valores (se incluirmos também Outros Serviços Financeiros, o peso sobe para 35,2%)

⁵⁴ Considerando todos os papéis listados no IGC, este setor (com esta configuração: Energia + Siderurgia e Metalurgia + Mineração) tem peso de 34,7% no índice.

⁵⁵ Destacam-se Cemig, CPFL, Tractebel e Eletrobrás. Considerando todos os papéis listados no IGC, este setor tem peso de 10,6% no índice.

⁵⁶ Notadamente Vale do Rio Doce. Considerando todos os papéis listados no IGC, este setor tem peso de 17,0% no índice.

II.6.3.4. Capitalização Bursátil

A capitalização bursátil é um indicador do valor de mercado das empresas em questão e é obtido pela multiplicação da quantidade de cada tipo/classe de ação de emissão de uma empresa pela sua respectiva cotação de mercado. O objetivo de analisar a capitalização do IGC é verificar se houve um aumento de fato do valor de mercado das empresas transacionadas no índice e se a valorização destas empresas se diferencia da observada nas demais, representadas pelo total da Bovespa e pelas companhias que compõem o Ibovespa.

Em 2001, o volume capitalizado pelo IGC girava em torno de R\$ 68,0 bilhões, representando 15,5% do total capitalizado na Bovespa (médias anuais). Já em 2008, o valor de mercado das empresas listadas no IGC era de R\$ 1,2 trilhões e representava 58,1% do total; isto significa um aumento de 1.639,3% em termos de volume de capitalização e de 42,6 pontos percentuais em termos de capitalização relativa em todo o período (Tabela II.13).

**Tabela II.13 - Valor de Mercado das Empresas Listadas em Bolsa,
 no Ibovespa e no IGC**

Ano	IGC			Ibovespa			Bovespa Total	
	R\$ Bilhões	Var. %	/Bovespa Total %	R\$ Bilhões	Var. %	/Bovespa Total %	R\$ Bilhões	Var. %
2001	68,0	-	15,5	297,2	-	67,8	438,4	-
2002	83,9	23,4	19,9	284,9	-4,1	67,6	421,8	-3,8
2003	125,0	49,0	25,1	345,2	21,2	69,2	498,7	18,2
2004	251,7	101,3	34,6	518,2	50,1	71,1	728,5	46,1
2005	396,9	57,7	41,6	700,7	35,2	73,4	954,1	31,0
2006	697,4	75,7	52,3	1.010,7	44,2	75,8	1.332,5	39,7
2007	1.177,4	68,8	58,0	1.482,4	46,7	73,0	2.030,6	52,4
2008	1.182,9	0,5	58,1	1.518,8	2,5	74,6	2.035,7	0,3

Fonte: Bovespa. Médias Anuais.

Este aumento, tanto absoluto quanto relativo, na capitalização do IGC, entretanto, deve ser desmembrado em 2 efeitos: (i) a entrada de novas companhias no índice e (ii) a valorização dos papéis das empresas listadas.

Como destacado anteriormente, caso uma empresa ingresse em um dos níveis diferenciados de listagem, suas ações serão incluídas no índice e farão parte da capitalização do mesmo. Desta maneira, tudo o mais constante, o crescimento da capitalização irá refletir apenas a entrada desta nova companhia. Boa parte do aumento da capitalização absoluta no período pode ser explicado por este ingresso de novas companhias, mas este fato não pode ser considerado isoladamente.

Não só o valor absoluto de mercado cresceu, como também o valor médio: este sai de R\$ 4,8 bilhões em 2001 para R\$ 9,5 bilhões em 2007, com uma queda para R\$ 7,5 bilhões em

2008 em virtude da desvalorização das ações provocada pela crise financeira internacional. Poderia ser argumentado que este crescimento do valor médio ocorreu exclusivamente em virtude da entrada de grandes companhias, com alto valor de mercado. Este argumento é válido basicamente para a entrada de 6 empresas: Companhia Vale do Rio Doce, Brasil Telecom, Brasil Telecom Participações, CTEEP⁵⁷, Pão de Açúcar e Usiminas (Tabela II.14); mas não para o período todo: foi visto que o aumento do nº de empresas listadas no IGC esteve mais ligado a IPO's, que normalmente estão associados a companhias de menor valor de mercado (embora não sejam necessariamente empresas de pequeno porte⁵⁸); e, no comparativo mensal, houve períodos de grande aumento ou queda do valor médio sem que tenha ocorrido o ingresso de novas empresas.

Comparativamente, o Ibovespa saiu de um volume capitalizado de R\$ 297,2 bilhões em 2001 para R\$ 1,5 trilhões em 2008, e de uma capitalização relativa de 67,8% para 74,6% do total; isto significa um aumento de 411,1% e de 6,8 pontos percentuais, respectivamente, bem menores do que os verificados no IGC. Já o total capitalizado em Bolsa, saiu de R\$ 438,4 bilhões para R\$ 2,0 trilhões em 2008, o que representa um aumento de 364,4%.

Vale notar que o Ibovespa e o total da Bovespa incluem as ações de empresas listadas no IGC: caso fosse descontada a capitalização do IGC do total capitalizado na Bovespa, o resultado das empresas que fazem parte das listagens especiais seria muito superior em termos comparativos - crescimento de 1.639,3% contra crescimento de 130,3% (enquanto o Ibovespa apresentou um crescimento de 411,1%), respectivamente, e uma queda de participação relativa proporcional ao aumento do IGC (42,6 p.p.).

⁵⁷ Cia Transmissão Energia Elétrica Paulista.

⁵⁸ Ver Tabela II.1 do Anexo II do RP1.

Tabela II.14

Estimativa do Efeito da Entrada de Novas Companhias sobre a Capitalização do IGC

Data	Capitalização			Variação - Capitalização Média	Novas listagens	Efeito	
	Variação [A]	Ef. Valorização [B]	Ef. Entrada [C]			Entrada Médio	Conclusão
abr/02	12,9%	2,9%	9,7%	2,1%	Araceuz, Sabesp	4,9%	L SIGNIF
mai/02	9,0%	-5,0%	14,8%	-0,5%	Brasil Telecom, Brasil Telecom Part.	7,4%	SIGNIF
set/02	-10,0%	-14,8%	5,7%	-16,9%	CTEEP (Tran Paulist)	5,7%	SIGNIF
abr/03	12,0%	6,3%	5,4%	8,5%	Pão de Açúcar	5,4%	SIGNIF
jul/03	5,8%	8,9%	-2,9%	2,5%	Alpargatas	-2,9%	NEG
dez/03	56,3%	14,3%	36,7%	47,3%	Cia Vale do Rio Doce	36,7%	X SIGNIF
jun/04	6,5%	4,1%	2,4%	0,9%	Gol, ALL America Latina Log.	1,2%	INSIG
set/04	9,0%	4,9%	3,9%	6,2%	CPFL Energia	3,9%	L SIGNIF
nov/04	10,4%	6,3%	3,9%	-4,3%	Unipar	3,9%	L SIGNIF
jul/05	8,1%	5,6%	2,4%	0,4%	Renner, EDP Energias, OHL Brasil	0,8%	INSIG
nov/05	10,6%	8,4%	2,0%	5,3%	Tractebel, Cosan	1,0%	INSIG
dez/05	8,2%	5,0%	3,1%	4,8%	Uol	3,1%	L SIGNIF
mai/06	-4,8%	-6,8%	2,2%	-8,6%	Brasil Agro, CSU, Lupatech	0,7%	INSIG
jun/06	8,6%	0,2%	8,4%	5,8%	Banco do Brasil, Embraer	4,2%	L SIGNIF
set/06	4,4%	0,9%	3,4%	4,4%	Eletrobras	3,4%	L SIGNIF
jul/07	5,6%	0,4%	5,2%	-7,8%	Listagem de 16 novas companhias	0,3%	INSIG
out/07	11,1%	4,7%	6,1%	2,9%	Usiminas	6,1%	SIGNIF
jun/08	-8,9%	-11,9%	3,4%	-8,9%	OGX Petroleo	3,4%	L SIGNIF

Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da Bovespa.

Legenda:

X SIGNIF - Extremamente significativo (maior que 10%)

SIGNIF - Significativo (menor que 10% e maior que 5%)

L SIGNIF - Levemente Significativo (menor que 5% e maior que 2%)

INSIG - Insignificante (menor que 2%)

NEG - Negativo (menor que -2%)

Metodologia: Efeito entrada [C] calculado a partir da divisão do fator da Variação do Volume Capitalizado [A] pelo fator da Variação do IGC [B]. Foram considerados insignificantes os efeitos entrada numa banda de 2% para cima ou para baixo, devido aos diferentes pesos das ações no IGC e as diferentes quantidades de ações de cada empresa. A partir daí, foi calculado um Efeito Entrada Médio, que tem por objetivo estimar quanto da variação na capitalização média pode ser explicado pela entrada da(s) companhia(s) em questão.

Desse modo, pode-se concluir que o desempenho do IGC em termos de capitalização foi significativamente superior à “média” do mercado, medida pelo Ibovespa, e extremamente superior às empresas do segmento tradicional da Bovespa. Isto ocorreu tanto pelo fato da grande entrada de novas companhias no IGC, quanto pela valorização de seus papéis. Esta valorização será analisada mais abaixo, mas antes será realizada uma análise das condições de liquidez destes papéis, que, conforme o marco teórico referencial deste trabalho, irão afetar a demanda por estas ações.

II.6.3.5. Liquidez

Como discutido acima, o próximo aspecto a ser analisado é em que medida a listagem nos segmentos diferenciados da Bovespa pode contribuir para o aumento da liquidez das

ações de uma empresa. Para tal propósito, o volume negociado de uma ação pode ser utilizado como um indicador de seu grau de liquidez.

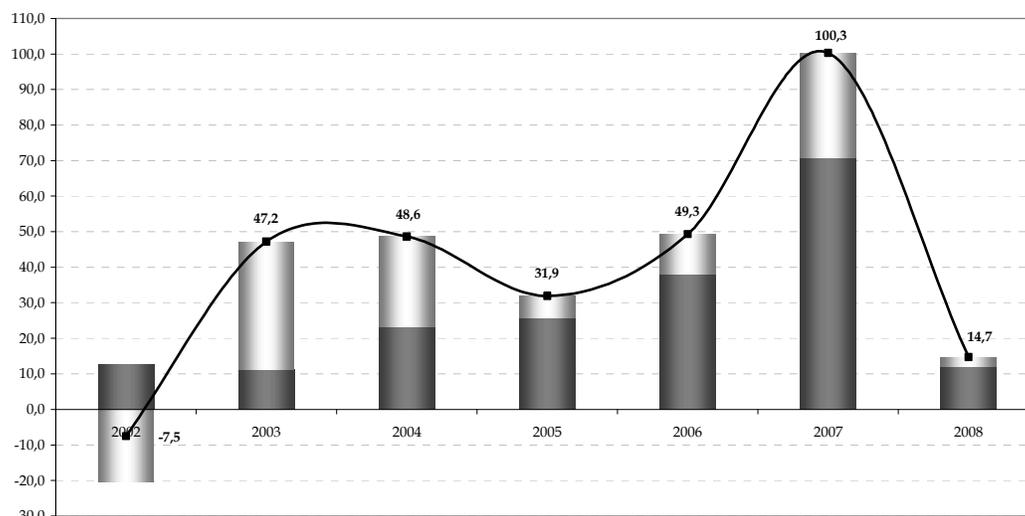
Tabela II.15 - Volume Negociado - R\$ Milhões (correntes)

Data	Bovespa Total		Ações listadas nos Níveis de GC					
	Volume	Var. %	Segmentos Diferenciados				Var. %	/Bovespa %
			N1	N2	NM	Total		
2001	150.305	-	9.486	-	-	9.486	-	6,3
2002	138.969	-7,5	26.871	959	908	28.738	202,9	20,7
2003	204.584	47,2	39.484	3.030	1.838	44.352	54,3	21,7
2004	304.102	48,6	79.398	6.783	5.375	91.555	106,4	30,1
2005	401.091	31,9	136.133	15.974	17.183	169.291	84,9	42,2
2006	598.880	49,3	210.434	37.646	73.583	321.663	90,0	53,7
2007	1.199.307	100,3	452.738	70.961	222.312	746.011	131,9	62,2
2008	1.375.848	14,7	571.801	48.840	270.689	891.330	19,5	64,8

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Bovespa.

A Tabela II.15 mostra a evolução do volume negociado das companhias listadas nos segmentos Bovespa. Entre 2001 e 2008, este volume cresceu 9.296,3%, passando de R\$ 9,5 bilhões para R\$ 891,3 bilhões. O peso relativo das empresas listadas nos diferentes níveis saiu de 6,3% em 2001 para 64,8% em 2008, sendo o N1 o nível de maior destaque. Já o total da Bovespa, cresceu a taxas bem mais moderadas, totalizando um crescimento de 815% em todo o período.

Gráfico II.21 - Contribuição para o Crescimento do Volume Total Negociado



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Bovespa.

■ Ações listadas nos Níveis de GC ■ EX-GC — Bovespa Total

Considerando o peso relativo de cada grupo sobre o volume total negociado, pode-se estimar a contribuição destas empresas para o crescimento deste volume (Gráfico II.21): em

2001, por exemplo, as empresas listadas em algum nível de governança corporativa (GC) contribuíram positivamente para o crescimento total em 10,7%, enquanto as outras empresas (ex-GC) contribuíram negativamente em 20,7%. Nota-se que as empresas GC foram, em todo o período, as grandes responsáveis pelo crescimento do volume total negociado, principalmente após 2004.

Ressalta-se que outros fatores influenciaram este aumento do volume negociado e estão ligados à dinâmica da demanda por ações e outros aspectos regulatórios (que atuem no desenvolvimento do mercado secundário). No entanto, o desempenho das empresas GC neste item se destaca amplamente do comportamento do mercado como um todo, e ainda mais se retirarmos sua parcela de contribuição (empresas ex-GC). Desta forma, pode-se afirmar que a listagem nos segmentos diferenciados favoreceu a liquidez das ações destas empresas. Este aumento da liquidez terá implicações positivas sobre a demanda e a valorização destes papéis, aspectos que serão analisados no item abaixo.

II.6.3.6. Valorização

Como visto anteriormente, a capitalização do IGC aumentou em virtude da entrada de novas companhias, mas também em função da valorização dos papéis das companhias já listadas. Em termos desta valorização, o objetivo é analisar se o desempenho dos papéis listados no IGC foi melhor que o desempenho dos papéis em geral, que será medido pelo Ibovespa. Caso isto se confirme, poderíamos concluir, grosso modo, que a listagem em segmentos diferenciados de governança contribuiu positivamente para a demanda por estes papéis e, conseqüentemente, para sua valorização.

Numa visão geral, no período de 2001-2007 ambos os índices, IGC e Ibovespa, apresentaram contínua valorização. Este quadro muda a partir de 2008, quando os 2 índices se retraem fortemente devido à crise do *subprime* (Tabela II.16). Ainda assim, os índices acumulam uma valorização de 489,8% e 293,7%, respectivamente, em todo o período.

Tabela II.16 - Evolução IGC x Ibovespa

Ano	Ibovespa				IGC			
	Médio	Var.(%)	Fechamento	Var.(%)	Médio	Var.(%)	Fechamento	Var.(%)
2001	14.038	-13,7	13.577	-11	932	-	1.010	-
2002	11.454	-18,4	11.268	-17	981	5,2	1.026	1,5
2003	14.443	26	22.236	97,3	1.268	29,1	1.845	79,7
2004	22.316	54,5	26.196	17,8	1.932	52,3	2.545	37,9
2005	27.540	23,4	33.455	27,7	2.830	46,4	3.658	43,7
2006	38.007	38	44.473	32,9	4.281	51,2	5.169	41,2
2007	53.085	39,6	63.886	43,6	6.136	43,3	6.800	31,5
2008	55.271	4,1	37.550	-41,2	5.497	-10,4	3.697	-45,6

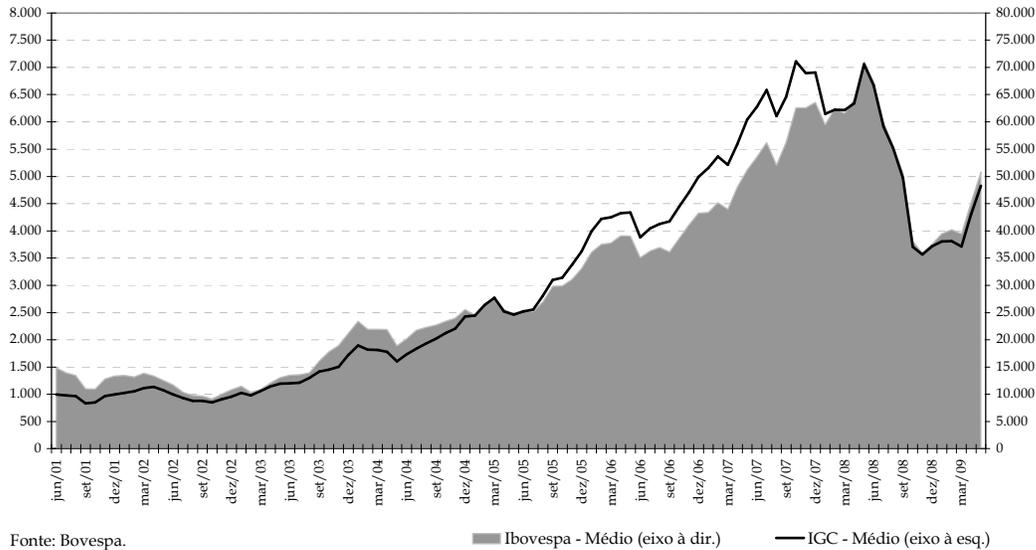
Fonte: Bovespa.

O Gráfico II.22 mostra a evolução do IGC e do Ibovespa desde junho de 2001, quando o primeiro foi criado⁵⁹. Este gráfico mostra que nos períodos de maior expansão (2004-2007), o desempenho do IGC foi melhor que o do Ibovespa - apresentou maior valorização. Contudo, nos períodos de menor crescimento (2001-2003) e retração (2008) este desempenho foi inferior, revelando o caráter pró-cíclico da performance relativa do IGC.

O problema desta análise está na diversidade de fatores que podem ter ocasionado este comportamento. Por um lado, o aumento da liquidez das ações das companhias do IGC, constatado no item 2.4, pode ter contribuído para o melhor desempenho do índice nos períodos de maior crescimento do mercado, ao estimular diretamente a demanda por estes papéis. Esta maior liquidez ajuda, ainda, a explicar o caráter pró-cíclico do desempenho do índice, já que em períodos de retração e menor crescimento do mercado, onde há um ambiente de maior incerteza, os ativos mais líquidos são os primeiros a serem convertidos em moeda pelos agentes.

Gráfico II.22 - Evolução IGC x Ibovespa - Média Mensal

⁵⁹ A escala foi ajustada devidamente para permitir esta comparação.



Por outro lado, a maior concentração relativa do IGC em determinados setores, como o bancário e de extração mineral, pode ter sido determinante neste desempenho, já que estes papéis foram uns dos que mais se valorizaram na expansão de 2004-2007 e uns dos que mais se desvalorizaram em virtude da crise do *subprime*⁶⁰.

Outro aspecto a ser considerado é o *boom* de ofertas públicas iniciais (IPO) ocorrido em 2006-2007: as ações das novas empresas se valorizaram amplamente em virtude de grande movimento especulativo em torno destes lançamentos. Como visto anteriormente, a grande maioria destas empresas foram listadas no Novo Mercado e passaram a compor o IGC, que captou este movimento.

Desse modo, a valorização de um papel vai depender muito mais de fatores ligados a situação de cada empresa específica (setor no qual atua, tamanho, tempo no mercado, etc) e às condições do mercado, ainda que não se possa desconsiderar o fato de que a adesão aos segmentos diferenciados teve papel nesta valorização, ao contribuir para o aumento da liquidez destes papéis.

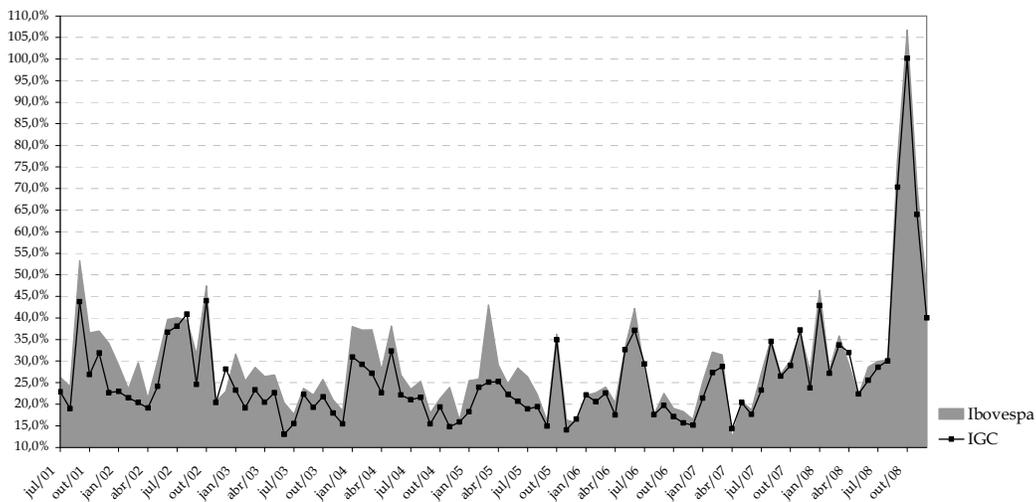
II.6.3.7. Volatilidade

O último aspecto a ser discutido diz respeito a volatilidade das ações listadas nos segmentos diferenciados e sua comparação com os demais papéis da Bovespa. Face aos condicionantes da volatilidade, discutidos na seção II.6.2, é de se esperar que o IGC apresente menor volatilidade que o Ibovespa. Tal expectativa se explica, pelo menos, por

⁶⁰ Em 2008, os papéis dos bancos se desvalorizaram em média -33,1%, e os papéis de setores ligados a *commodities* -43,3% (considerando petróleo, mineração e siderurgia).

duas razões: a) a listagem de empresas em segmentos diferenciados da Bovespa aumenta o acesso a informações por parte dos investidores: isto reduz a assimetria de informação e facilita a formulação de estimativas dos preços dessas ações no futuro, reduzindo os riscos de grandes oscilações e variações inesperadas; b) como se mostrou anteriormente, as ações listadas o IGC apresentam melhores condições de liquidez que as demais. Assim, a melhor posição em relação à liquidez e ao risco tenderia, em princípio, a gerar menor volatilidade para o IGC, em comparação ao Ibovespa. É razoável esperar também uma aproximação dos níveis de volatilidade dos dois índices no período mais recente, devido à sua gradativa semelhança em termos de composição.

Gráfico II.23 - Volatilidade Mensal Anualizada¹ - IGC x Ibovespa



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Bovespa. 1. Volatilidade calculada como o desvio padrão da variação diária em cada mês, anualizado para 252 pregões (multiplicado por $\sqrt{252}$).

O Gráfico II.23 mostra que, como esperado, a volatilidade do IGC foi menor que a do Ibovespa durante todo o período, salvo alguns meses específicos. Esta volatilidade cresce bastante para os dois índices a partir de meados de 2007, em função das incertezas geradas pela crise financeira internacional. Em relação à aproximação dos níveis de volatilidade dos índices, as expectativas também foram confirmadas: enquanto em 2001 a relação entre a volatilidade do IGC contra a volatilidade do Ibovespa era de 79,1%, em 2008 representava 94,0% (Tabela II.17).

Tabela II.17 - Volatilidade IGC x Ibovespa

Ano	Ibovespa [A]		IGC [B]		Participação [B/A]	
	Volatilidade	Var.(p.p.)	Volatilidade	Var.(p.p.)	Volatilidade	Var.(p.p.)
2001	35,2%	-	27,9%	-	79,1%	-
2002	31,3%	-3,9%	28,4%	0,6%	90,8%	11,7%
2003	24,0%	-7,3%	19,5%	-8,9%	81,3%	-9,5%
2004	27,8%	3,8%	22,7%	3,2%	81,7%	0,4%
2005	25,8%	-2,0%	21,2%	-1,5%	82,2%	0,5%
2006	23,8%	-2,0%	22,3%	1,1%	93,5%	11,3%
2007	27,0%	3,2%	25,3%	3,1%	93,8%	0,4%
2008	45,8%	18,8%	43,1%	17,7%	94,0%	0,1%

Fonte: Bovespa. Médias Anuais.

Vale notar que a composição dos índices também está relacionada com estes movimentos de preço, sendo o Ibovespa um índice mais concentrado em ações de setores ligados a *commodities*, que possuem um peso de cerca de 50% neste índice, ante 30-35% no IGC. Como o desempenho das ações desses setores está ligado diretamente aos preços destas *commodities* em seus mercados de origem (mercados de bens e serviços) que são, por natureza, mais voláteis que os preços dos bens e serviços em outros setores, a sua volatilidade provavelmente será maior.

Conclui-se, então, que, de um modo geral, as ações de empresas listadas em níveis especiais de governança estão associadas a um menor grau de volatilidade. No entanto, não se pode atribuir este resultado inteiramente a estes níveis de governança, já que, como foi discutido anteriormente, há também outros condicionantes, de natureza estrutural e conjuntural, a considerar. Em particular, como se demonstrou acima, deve-se levar em conta a composição setorial de cada índice, pois esta pode ter influenciado este resultado.

II.6.4. Concentração e Liquidez no MAI⁶¹

II.6.4.1. Indicadores de concentração

Os mercados acionários mais desenvolvidos tendem a apresentar um grau de concentração menor, ao passo que os menos desenvolvidos tendem a apresentar um maior grau de concentração. Essa diferenciação entre graus de concentração pode ser observada nas Tabelas II.18 e II.19: as 10 maiores empresas, na média dos países desenvolvidos selecionados, respondiam por 36,3% da capitalização total e por 32,5% do volume negociado em 2004-08 (em médias anuais); ao passo que as 10 maiores empresas, na média dos países

⁶¹ Nas comparações entre os indicadores do MAI e os do MAB nesta seção II.6.4 pode haver algumas diferenças de valores em relação aos apresentados na seção II.6.2, já que as duas se apoiam em fontes distintas de dados: respectivamente, a WFE e a Bovespa.

emergentes selecionados, respondiam por 48,0% da capitalização total e por 42,6% do volume negociado em 2004-08 (em médias anuais).

Tabela II.18

Países Desenvolvidos Selecionados - Concentração

Participação das 10 Maiores Empresas na Capitalização Total e no Volume Negociado Total

Médias Anuais por Período 1999-2008

Ano		Estados Unidos ¹	Japão ²	Alemanha	Inglaterra	Média dos Desen.	Média do Total ³
1999-03	Capitalização das 10 maiores Emp.	31,2%	24,3%	45,4%	43,1%	36,0%	51,5%
	Vol. Negociado das 10 maiores Emp.	21,9%	32,1%	59,6%	38,3%	37,9%	52,0%
2004	Capitalização das 10 maiores Emp.	24,9%	21,6%	46,1%	40,2%	33,2%	52,0%
	Vol. Negociado das 10 maiores Emp.	18,4%	32,8%	49,4%	32,8%	33,3%	51,1%
2005	Capitalização das 10 maiores Emp.	22,6%	30,1%	42,6%	40,9%	34,1%	52,6%
	Vol. Negociado das 10 maiores Emp.	20,6%	26,5%	49,6%	29,6%	31,6%	49,7%
2006	Capitalização das 10 maiores Emp.	22,8%	37,5%	42,6%	37,1%	35,0%	51,0%
	Vol. Negociado das 10 maiores Emp.	19,3%	35,0%	41,3%	28,1%	30,9%	49,8%
2007	Capitalização das 10 maiores Emp.	26,2%	43,0%	44,3%	38,2%	37,9%	52,4%
	Vol. Negociado das 10 maiores Emp.	13,0%	44,1%	42,9%	29,6%	32,4%	49,9%
2008	Capitalização das 10 maiores Emp.	26,8%	41,5%	51,1%	46,3%	41,4%	53,4%
	Vol. Negociado das 10 maiores Emp.	23,1%	50,0%	28,7%	35,0%	34,2%	57,3%
2004-08	Capitalização das 10 maiores Emp.	24,7%	34,7%	45,3%	40,5%	36,3%	52,3%
	Vol. Negociado das 10 maiores Emp.	18,9%	37,7%	42,4%	31,0%	32,5%	51,6%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de World Federation of Exchanges members

Notas:

- (1) Média da Nasdaq e da NYSE
- (2) Média de Osaka e Tokyo
- (3) Média do Total das Bolsas listadas na WFE

Quando o olhar se volta para o mercado brasileiro observa-se que o seu grau de concentração é ainda maior do que da média dos emergentes, sendo inclusive o segundo mais concentrado (ficando atrás só do México) entre os países desenvolvidos e emergentes selecionados. A participação das 10 maiores empresas na capitalização total e no volume negociado total do mercado acionário brasileiro correspondia a 52,3% e 44,8%, respectivamente, entre 2004 e 2008, em médias anuais (Tabela II.19).

Tabela II.19

Países Emergentes Selecionados - Concentração

Médias Anuais por Período - 1995-2008

Ano		Brasil	Chile	México	Coréia do Sul	China ¹	Média dos Emerg.	Média do Total ²
1999-03	Capitalização das 10 maiores Emp.	47,9%	43,5%	63,7%	57,0%	17,3%	48,7%	51,5%
	Vol. Negociado das 10 maiores Emp.	54,0%	64,3%	73,9%	33,0%	11,1%	50,9%	52,0%
2004	Capitalização das 10 maiores Emp.	49,0%	44,5%	62,0%	49,6%	21,8%	45,4%	52,0%
	Vol. Negociado das 10 maiores Emp.	47,3%	51,5%	68,7%	33,2%	14,7%	43,1%	51,1%
2005	Capitalização das 10 maiores Emp.	52,4%	45,6%	63,5%	38,4%	25,1%	45,0%	52,6%
	Vol. Negociado das 10 maiores Emp.	47,3%	49,6%	70,5%	19,0%	17,1%	40,7%	49,7%
2006	Capitalização das 10 maiores Emp.	52,2%	48,3%	76,9%	38,3%	39,4%	51,0%	51,0%
	Vol. Negociado das 10 maiores Emp.	39,2%	46,1%	69,2%	26,5%	15,0%	39,2%	49,8%
2007	Capitalização das 10 maiores Emp.	55,6%	47,6%	68,3%	31,5%	39,9%	48,6%	52,4%
	Vol. Negociado das 10 maiores Emp.	40,6%	46,4%	59,3%	21,4%	34,7%	40,5%	49,9%
2008	Capitalização das 10 maiores Emp.	52,5%	44,2%	69,5%	34,2%	49,0%	49,9%	53,4%
	Vol. Negociado das 10 maiores Emp.	49,6%	59,2%	72,6%	23,8%	43,2%	49,7%	57,3%
2004-08	Capitalização das 10 maiores Emp.	52,3%	46,0%	68,0%	38,4%	35,0%	48,0%	52,3%
	Vol. Negociado das 10 maiores Emp.	44,8%	50,6%	68,0%	24,8%	24,9%	42,6%	51,6%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de World Federation of Exchanges members

Notas:

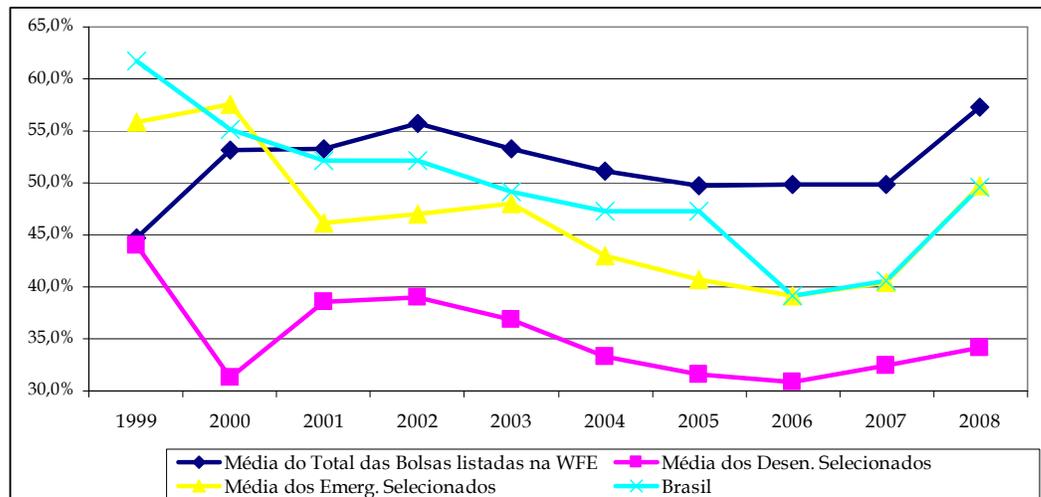
(1) Média de Shanghai e de Shenzhen

(2) Média do Total das Bolsas listadas na WFE

Na média dos países desenvolvidos selecionados, na comparação entre 1999-03 e 2004-08 e (em médias anuais), observou-se uma redução no grau de concentração dos mercados acionários, já que ocorreu uma estabilidade na participação da capitalização total das 10 maiores empresas (de 36,0%, em 1999-03, para 36,3%, em 2004-08) e uma redução na participação do volume negociado das 10 maiores empresas (de 37,9%, em 1999-03, para 32,5%, em 2004-08) – Tabela II.18. Entre os mais desenvolvidos, aquele que apresentou o maior decréscimo no grau de concentração foi os Estados Unidos. Essa mesma tendência de desconcentração do mercado acionário, entre 1999-03 e 2004-2008, foi observada nos países emergentes selecionados. Inclusive essa redução do grau de concentração foi ainda maior na média dos emergentes selecionados, uma vez que tanto pelo indicador de capitalização total quanto pelo de volume negociado verificou-se uma redução na participação total média das 10 maiores empresas. A participação das 10 maiores empresas na capitalização total e no volume negociado total do mercado acionário dos emergentes selecionados caiu, respectivamente, de 48,7%, em 1999-03 (em médias anuais), para 48,0%, em 2004-08 (em médias anuais), e de 50,9%, em 1999-03 (em médias anuais), para 42,6%, em 1999-03 (em médias anuais) –Tabela II.19. No que diz respeito ao mercado brasileiro não existiu uma tendência definida entre 1999-03 e 2004-08 (em médias anuais), pois se observou um aumento na concentração pelo indicador da capitalização das 10 maiores empresas (de 47,9%, em 1999-03, para 48,0%, em 2004-08, em médias anuais) e uma redução na concentração pelo indicador de volume negociado das 10 maiores empresas (de 54,0%, em 1999-03, para 44,8%, em 2004-08, em médias anuais) – Tabela II.19.

Quanto à evolução, entre 1999 e 2008, do grau de concentração dos volumes negociados das 10 maiores empresas (Gráfico II.24), verificou-se que a partir de 2002 ocorreram reduções gradativas no grau de concentração na média dos países desenvolvidos e dos emergentes selecionados e no Brasil até 2006. A partir de 2007 e, sobretudo, em 2008 verificou-se uma forte elevação do grau de concentração (Gráfico II.24).

Gráfico II.24.
Evolução da Participação das 10 Maiores Empresas no Volume Negociado
Totais Anuais por Período - 1999-2008



Fonte: World Federation of Exchanges. Elaboração própria.

II.6.4.2. Indicadores de Liquidez

O período recente foi marcado por uma forte elevação da liquidez tanto do MAI quanto do MAB. Isto pôde ser verificado pelo aumento do volume negociado em bolsa dos países desenvolvidos e emergentes selecionados. Quanto à média dos desenvolvidos verificou-se um crescimento de 85,6% no volume negociado, entre 1999-03 e 2004-8, em médias anuais, (de U\$ 7.371.865 milhões para U\$ 13.682.664 milhões). Crescimento este que foi ainda maior entre a média dos emergentes (de 295,6%) - Tabela II.20. Apesar deste maior crescimento dos emergentes selecionados, ainda se verificou uma forte diferença entre o volume negociado dos desenvolvidos e os emergentes selecionados, em 2004-08, em médias anuais, (diferença da ordem de 16,1 vezes) - Tabela II.20.

O MAB seguiu a mesma tendência de crescimento do segmento secundário do MAI, haja vista o seu crescimento de 423,8% do volume negociado no mercado acionário secundário brasileiro teve entre 1999-03 e 2004-8, em médias anuais, (de U\$ 72.302 milhões para U\$ 378.732 milhões) - Tabela II.20.

Tabela II.20
Volume Negociado Anualmente
Médias Anuais por Período em US\$ Milhões - 1999-2008

Período	Países Desenvolvidos					Países Emergentes					
	Média dos Desen.	Estados Unidos	Japão	Alemanha	Inglaterra	Média dos Emerg.	Brasil	Chile	México	Coréia do Sul	China
1999-03	7.371.865	21.893.018	2.055.334	1.521.250	4.017.857	214.463	72.302	5.410	35.513	544.992	414.096
2004	7.759.636	20.975.924	3.352.475	1.541.123	5.169.024	260.795	103.990	12.123	45.389	625.186	517.286
2005	9.273.177	24.820.123	4.679.558	1.915.305	5.677.721	368.871	165.276	18.961	56.683	1.210.662	392.772
2006	12.640.832	34.198.150	6.056.284	2.737.195	7.571.699	580.754	276.150	29.620	96.918	1.342.086	1.158.997
2007	16.823.215	45.900.317	6.733.930	4.324.928	10.333.686	1.794.174	597.995	49.627	144.752	2.005.994	6.172.503
2008	21.916.460	70.647.088	5.820.654	4.724.486	6.473.612	1.237.360	750.251	36.808	112.799	1.458.517	3.828.428
2004-08	13.682.664	39.308.320	5.328.580	3.048.607	7.045.148	848.391	378.732	29.428	91.308	1.328.489	2.413.997

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de World Federation of Exchanges members

É preciso destacar aqui dois momentos distintos da evolução do volume negociado (mercado secundário): o anterior e o posterior à crise sub-prime. O período anterior foi marcado por um maior acoplamento entre os segmentos secundário e o primário do MAI e do MAB, ao passo que durante a crise verificou-se uma elevação significativa do volume negociado em 2008, sobretudo nos países desenvolvidos, (Tabela II.20) com uma redução das emissões de IPO's (ver Tabela II.6 da seção II.3).

Segundo Arienti (2004), além do volume negociado, o *turnover* do mercado acionário é outro indicador de liquidez bastante empregado. O *turnover* é dado pela razão entre o valor das transações realizadas (compra e venda de ações) e o valor de mercado das empresas de capital aberto. Sendo assim, o *turnover* "indica o número de vezes que uma ação média mudou de mãos em um determinado período de tempo" (OLIVEIRA, et. al. *apud* ARIENTI, 2004, p.177).

A velocidade anual de *turnover* da média dos países desenvolvidos selecionados aumentou de 113,6%, em 1999-03, para 184,9%, em 2004-08 (em médias anuais) - Tabela II.21. Quanto aos países emergentes também se observou um crescimento na velocidade de *turnover* de 84,6%, em 1999-03, para 91,8%, em 2004-08 (em médias anuais) - Tabela II.22. No Brasil também ocorreu um aumento na velocidade de *turnover*.

Tabela II.21

Países Desenvolvidos Selecionados - Velocidade de Turnover

Médias Anuais por Período - 1995-2008

Ano	Média dos Desenvol.	Estados Unidos ¹	Japão ²	Alemanha	Inglaterra	Média do Total ³
1995-98	85,3%	151,4%	19,6%	127,2%	43,0%	60,8%
1999-03	113,6%	208,0%	36,1%	127,4%	82,7%	72,0%
2004	117,9%	169,6%	51,5%	133,7%	116,6%	72,5%
2005	135,2%	174,8%	106,5%	149,4%	110,1%	71,1%
2006	150,3%	202,1%	100,4%	173,7%	124,8%	78,6%
2007	222,9%	396,1%	133,0%	208,4%	154,2%	96,6%
2008	298,2%	633,3%	142,7%	264,0%	152,7%	101,5%
2004-08	184,9%	315,2%	106,8%	185,8%	131,7%	84,1%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de World Federation of Exchanges members

Notas:

- (1) Média da Nasdaq e da NYSE
- (2) Média de Osaka e Tokyo
- (3) Média do Total das Bolsas listadas na WFE

A evolução da velocidade de *turnover*, entre 2004 e 2008, apresentada nas Tabelas II.21 e II.22, mostra que, entre 2004 e 2008, ocorreu um aumento contínuo da velocidade de *turnover* na média dos países desenvolvidos e emergentes selecionados, já, em 2008, ocorreu movimento diacrônico entre as médias dos desenvolvidos e dos emergentes: enquanto nos desenvolvidos verificou-se uma elevação do *turnover* (Tabela II.21) nos emergentes ocorreu uma redução da velocidade do *turnover*, exceto no mercado acionário brasileiro.

Tabela II.22

Países Emergentes Selecionados - Velocidade de Turnover

Médias Anuais por Período - 1995-2008

Ano	Média dos Emerg.	Brasil	Chile	México	Coréia do Sul	China ¹	Média do Total ²
1995-98	60,6%	56,4%	11,0%	35,8%	139,3%	n.a.	60,8%
1999-03	84,6%	40,9%	8,8%	28,8%	250,8%	121,9%	72,0%
2004	67,3%	43,0%	12,7%	30,0%	147,2%	103,8%	72,5%
2005	79,4%	42,8%	14,8%	27,2%	206,9%	105,5%	71,1%
2006	93,7%	45,5%	19,0%	29,6%	171,4%	202,8%	78,6%
2007	120,4%	57,1%	22,5%	29,8%	192,6%	300,1%	96,6%
2008	98,0%	66,7%	19,9%	29,9%	196,3%	177,0%	101,5%
2004-08	91,8%	51,0%	17,8%	29,3%	182,9%	177,8%	84,1%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de World Federation of Exchanges members

Notas:

- (1) Média de Shanghai e de Shenzhen
- (2) Média do Total das Bolsas listadas na WFE

Tanto o indicador de volume negociado quanto o de velocidade de *turnover* indicam um aumento da liquidez entre 2004 e 2008. No entanto, é preciso qualificar a evolução destes indicadores com a deflagração da crise do sub-prime. O aumento do volume negociado

durante a crise, mais especificamente em 2008, e o aumento da velocidade de *turnover*, neste mesmo período, foram muito mais fruto de uma tentativa desesperada dos agentes econômicos de se desfazerem de suas “posições compradas” em ações – buscando minimizar seus prejuízos frente à escalada deflacionária dos preços das ações – do que uma ampliação consistente do mercado secundário que poderia proporcionar maior liquidez ao mercado primário.

II.6.5. Sumário

Esta seção analisou algumas condições de risco associadas à evolução recente do MAB, a partir de três tipos de indicadores: de concentração, de liquidez e de volatilidade (dos preços) do mercado. Com relação aos dois últimos, pode-se afirmar que a evolução do MAB ao longo do período 2004-07 mostrou um perfil de risco modestamente melhor (menor) que o observado no período anterior (1999-03), ou nos primeiros anos da expansão recente: (i) o volume negociado na Bovespa cresceu fortemente, sem que isto implicasse (ou provocasse) desvalorização das ações – ao contrário, o Ibovespa manteve tendência de alta no período); (ii) a concentração desse volume negociado em um número reduzido de empresas (5 e 10 maiores) foi moderadamente reduzida; (iii) a volatilidade do mercado foi também reduzida; iv) a relação entre os volumes negociados nos segmentos secundário e primário do MAB mostrou “saudável” redução em relação aos níveis elevados do período 1999-2003 e ao início do período. À exceção deste último, todos os demais indicadores sofreram reversão em 2008, refletindo, como esperado, o ambiente de maior incerteza gerado pela crise financeira internacional.

Os indicadores de concentração mostram um perfil menos satisfatório que os demais no período 2004-08. Além do aumento do grau de concentração em poucas empresas e setores, o período registra aumento da concentração das operações em investidores estrangeiros. Em conjunto, esses resultados sinalizam maior grau de exposição do MAB a riscos de reveses no mercado, provocados por eventos desfavoráveis “localizados” em sua origem (algumas empresas, setores e/ou investidores estrangeiros), porém, abrangentes quanto a seus efeitos no mercado.

Finalmente, a análise dos mesmos indicadores (além de outros) para o grupo de empresas integrantes de alguma listagem de governança corporativa aponta melhores condições de retorno e risco para este grupo, quando comparado ao conjunto do mercado. No entanto, este resultado não pode ser inteiramente atribuído à própria condição de

governança, devendo-se também, em parte, à influência dos setores de atuação das empresas do grupo.

II.7. RELAÇÕES ENTRE OS BANCOS PÚBLICOS E O MAB

II.7.1. Objeto de Análise

Como consta do Marco Inicial deste Projeto, além da “descrição e avaliação da operação do sistema financeiro brasileiro”, seu segundo objetivo é proceder a uma “investigação do modo de inserção e da intensidade de participação dos bancos públicos nesses segmentos [mercado de crédito e de capitais] e suas perspectivas para o futuro.” (*Projeto de Estudos Sobre as Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos, Marco Inicial, Apresentação*, p. 4). No caso específico do MAB, o modo de inserção e intensidade de participação dos bancos públicos foram empiricamente avaliados no RP1 (Cap. II, seção II.8), a partir de indicadores da atuação dos três bancos públicos federais priorizados neste estudo - BB, CEF e BNDES - como intermediários, compradores e/ou ofertantes de ações. Constatou-se que, em qualquer dessas funções, nenhum dos três bancos mostrou atuação significativa no MAB no período 1990-2008, embora seja digna de nota a maior atuação do BNDES como demandante neste mercado, através do BNDESPAR.⁶²

Outro aspecto da relação entre a atuação desses bancos públicos e o MAB, especialmente importante para a discussão a respeito de “suas perspectivas para o futuro” - objeto do Relatório Final deste Projeto - refere-se ao comportamento do crédito em cada um deles ao longo do período considerado. Mais especificamente, cabe analisar a evolução do crédito do BB, da CEF e do BNDES frente à evolução do *segmento primário* do MAB, que, tal como o crédito público, é uma fonte de recursos para as empresas. A análise desse aspecto é o objetivo central desta seção.

Evidentemente, não é possível estabelecer uma relação de causalidade simples entre os dois canais de financiamento, em qualquer direção, face aos inúmeros outros fatores que condicionam cada um deles. Contudo, uma análise comparativa da evolução dos volumes transacionados em cada segmento permite avaliar, ainda que de forma preliminar, se o crédito originado no BB, na CEF e no BNDES comportou-se de forma pró-cíclica em relação à evolução do segmento primário do MAB - isto é, contribuindo para as tendências de

⁶² Como se demonstrou no RP1, embora as ações e participações tenham um papel importante na atividade e no balanço do BNDESPAR (cerca de 60% do ativo, em média, nos anos 2004-08), o reduzido porte dessa instituição quando comparada a outros investidores institucionais, torna baixo o peso dessas operações proporcionalmente ao volume de ativos negociados no MAB (RP1, Cap. II, seção II.8, pp. 118-119),

expansão e retração da oferta de fundos – ou de forma anticíclica – compensando aquelas tendências. No primeiro caso, caracteriza-se uma relação de complementaridade (um efeito adição) entre o MAB e o crédito dos bancos públicos analisados e, no segundo, uma relação de concorrência (um efeito substituição). Naturalmente, cada caso terá implicações distintas para o papel dos bancos públicos nos próximos anos.

Essa análise, porém, deve ser precedida de algumas qualificações metodológicas, explicadas a seguir.

II.7.2. Notas Metodológicas

Em primeiro lugar, de modo a permitir a comparação entre os dois segmentos de mercado, os indicadores de crédito dos três bancos são apresentados nos mesmos termos antes utilizados para a análise do segmento primário do MAB (RP1, Cap. II): em valores constantes de 2008, sendo os dados ajustados pelo IGP-DI centrado, e em médias anuais, para os períodos 1995-98, 1999-2003 e 2004-08.⁶³ Os dados nessa forma são apresentados na Tabela II.23. As fontes para os três bancos públicos são dados de balanço, divulgados no *site* do Bacen (Banco Central do Brasil), nas “Informações Cadastrais e Contábeis - 50 Maiores Bancos”.

Em segundo lugar, ainda que os valores sejam apresentados em unidades monetárias semelhantes, deve ficar claro que os dados de crédito se referem ao *estoque* de empréstimos em vigor nos bancos *a cada fim de período* (dados de dezembro de cada ano), enquanto os dados de emissões primárias referem-se aos *fluxos* de recursos levantados pelas empresas *ao longo de cada período* (acumulado no ano). Assim, não há qualquer significado prático na comparação dos valores em um mesmo ano ou período. A comparação entre os dois conjuntos de valores – o crédito dos bancos públicos selecionados e as emissões primárias no MAB – só se presta à análise da *trajetória* de cada um ao longo do período em questão (1995-2008), e não dentro de um mesmo período.

Em terceiro lugar, é necessário contextualizar o comportamento do crédito dos três bancos em relação a dois indicadores mais amplos do mercado de crédito: o crédito total disponibilizado na economia brasileira e o crédito total do setor público. Essa comparação é importante para distinguir-se se um dado comportamento é específico de cada banco ou se reflete mudanças no mercado de crédito como um todo ou, pelo menos, no segmento de crédito público. Para tal avaliação, serão analisados os pesos relativos do crédito de cada um

⁶³ Os dados de balanço utilizados para a análise dos bancos públicos não estão disponíveis, em bases comparáveis, para o período 1990-94.

dos bancos públicos em foco, bem como do crédito total do setor público, em relação ao crédito total na economia brasileira. Esses indicadores são apresentados na Tabela II.24.

Por razões semelhantes, outro indicador importante como pano de fundo para a análise é o comportamento do ativo total dos bancos públicos em questão ou, equivalentemente, o peso relativo das operações de crédito no ativo total de cada banco. Este indicador, apresentado na Tabela II.25, poderá sinalizar se, por exemplo, uma tendência de queda do crédito reflete, pelo menos em parte, uma mudança de estratégia do(s) próprio(s) banco(s) em relação à sua forma de atuação (no caso de mudança significativa no peso do crédito no ativo do banco) ou somente uma mudança nas condições do mercado de crédito para o banco (na ausência de alteração importante em seu peso no ativo total).

Por fim, cabe registrar uma dificuldade intrínseca à análise das possíveis relações entre o comportamento do crédito dos bancos públicos em foco e o MAB. Os recursos levantados no mercado de ações destinam-se exclusivamente às empresas, já que somente pessoas jurídicas de direito privado são autorizadas a emitir este tipo de título. O mercado de crédito, porém, atende também a pessoas físicas e ao setor público (administração direta), que não emitem ações. Assim, idealmente, o crédito direcionado a estes grupos deveria ser descontado das operações de crédito de cada um dos bancos públicos em análise, de modo a tornar estes dados mais comparáveis aos de emissões primárias no MAB. No entanto, nos dados disponibilizados pelo Bacen, esta segregação não é possível para instituições específicas, mas somente para o agregado do crédito público (e também privado). Assim, a única forma de amenizar esta distorção é utilizar-se, como ferramenta complementar de análise, o dado agregado do crédito público, excluído das operações com pessoas físicas e governo. Este é apresentado na Tabela II.26.

II.7.3. Indicadores do Crédito Público no Período 1995-2008

A Tabela II.23 apresenta indicadores das operações de crédito dos três bancos públicos selecionados, em valores monetários, em duas versões. A primeira, representada na coluna “Empréstimos”, refere-se à rubrica “Operações de Crédito e Arrendamento Mercantil”, que, tradicionalmente, se considera como indicador do volume de crédito (estoque) nas estatísticas financeiras.

A segunda versão, representada na coluna “Total” de cada banco e do agregado dos três bancos, mostra uma medida mais ampla da atuação dos bancos públicos através do crédito, incluindo, além daquelas operações tradicionais, duas outras contempladas nos balanços divulgados pelo Bacen: “Relações Interfinanceiras” e “Outros Créditos”. As

primeiras representam créditos em aberto junto a outras instituições financeiras, o que é um item particularmente importante no balanço de bancos públicos - e do BNDES, em particular. Parte significativa das operações de crédito de bancos públicos é registrada nesta rubrica, quando estes bancos operam através de agentes financeiros privados, que, então, atuam “na ponta” do crédito, junto ao tomador final. O item “Outros Créditos” pode contemplar operações muito específicas a cada banco ou período e, por não apresentar valor desprezível em nenhum dos três bancos no período considerado, foi incluído em nossa versão ampla das operações de crédito.

Tabela II.23

BB, CEF e BNDES: Operações de Crédito - R\$ Milhões de 2008¹

Médias Anuais por Período - 1995-2008

Período	Operações de Crédito								MAB
	BB		CEF		BNDES		Total		Emissões
	Emprést.	Total ²	Emprést.	Total ²	Emprést.	Total ²	Emprést.	Total ²	Primárias
1995-98	90.787	164.231	149.238	231.880	45.106	117.231	285.131	707.685	50.935
1999-03	81.121	154.802	70.292	148.204	67.750	177.040	219.163	618.088	33.708
2004-08	144.103	225.554	55.094	114.256	84.684	192.843	283.881	672.431	99.035

Fonte: Banco Central do Brasil - Sistema Financeiro

Dados Cadastrais e Contábeis - 50 Maiores Bancos.

1. Valores ajustados para 2008 pelo IGP-DI centrado.

2. Inclui, além das oper. de créd. e arrend. mercantil (empréstimos), relações Interfinanc.(créd. junto a outras instit. financ.) e outros créd..

Para a análise que se segue, a versão ampla é, certamente, a mais indicada e será a mais utilizada aqui. A versão tradicional, porém, é apresentada conjuntamente apenas para possibilitar comparações com os dados agregados de crédito, público e total, que seguem este critério.

Como mostra a Tabela II.23, nessa medida ampla, o crédito agregado dos três bancos públicos selecionados, grosso modo, seguiu trajetória semelhante à das emissões primárias no MAB, com queda no período 1999-2003 (em relação ao período anterior, 1995-98) e recuperação no quinquênio 2004-08. No entanto, a queda e a recuperação do crédito público foram claramente muito mais modestas - respectivamente de 6,5% (queda) e 11% - que as observadas no MAB - respectivamente, de 34% (queda) e 194%.

Esse movimento, porém, é bastante diferenciado entre os três bancos. Na verdade, o crédito agregado desses bancos reflete, fundamentalmente, o comportamento do BB, bem como seu elevado peso relativo no grupo (42% entre 2004-08). O BNDES e a CEF mostram trajetórias distintas, com aumento contínuo no primeiro caso e queda contínua no segundo. Essa contração das operações de crédito da CEF e seu elevado peso relativo no grupo no início do período (1995-98) explica a recuperação “incompleta” do crédito agregado dos três

bancos, cujo valor no período 2004-08 (R\$ 672,4 bilhões), ainda se manteve abaixo da média registrada entre 1995-98 (R\$ 707,7 bilhões, em valores constantes de 2008), apesar da expansão do crédito do BB e do BNDES.

Os indicadores de participação no mercado de crédito (Tabela II.24), apoiados naquela medida tradicional de crédito, mostram contínua perda de posição do crédito público total ao longo de todo o período (de 54% entre 1995-98 para 37% entre 2004-08), mas este movimento também não é compartilhado pelos três bancos. Apenas a CEF segue a mesma tendência de retração (de 20% para 6% na mesma comparação). O BB e o BNDES elevam suas participações no crédito total (e, conseqüentemente, também no total do crédito público): o BB, de forma moderada, porém, contínua (de 12% entre 1995-98 para 16% entre 2004-08) e o BNDES, embora tenha apresentado algum recuo no quinquênio 2004-08 (para 10%, ante 11% entre 1999-03), ainda manteve participação no crédito total bem maior do que a que detinha entre 1995-98 (de 6%).

Tabela II.24

**Crédito de Bancos Públicos Selecionados (Versão Tradicional) e Crédito Público Total
 Peso Relativo (%) no Crédito Total no Brasil - 1995-2008 - Médias Anuais por Período**

Período	% do Crédito Total no Brasil				Créd.Públ. Total	Crédito Total no Brasil		
	BB (1)	CEF (2)	BNDES (3)	Total (1+2+3)		% Total	% do PIB	R\$ Milhões ¹
1995-98	12,0	19,9	6,0	38,0	54,1	100,0	28,9	751.962
1999-03	13,1	10,9	11,0	35,1	41,3	100,0	24,4	623.345
2004-08	16,1	6,1	9,8	32,0	36,5	100,0	31,7	891.840

Fonte: Banco Central do Brasil - Sistema Financeiro

Dados Cadastrais e Contábeis - 50 Maiores Bancos.

1. Valores ajustados para 2008 pelo IGP-DI centrado.

Vale notar que esse aumento de *market share* por parte do BB e do BNDES se dá também no período 1999-03, de retração do crédito total (tanto em valores nominais quanto em proporção do PIB), bem como das emissões primárias no MAB. Evidencia-se assim o papel anticíclico desses bancos no período.

Os ativos totais dos três bancos (Tabela II.25) mostram, em linhas gerais, movimentos semelhantes aos observados para o crédito (amplo) de cada banco, com tendência de crescimento no BNDES e no BB e de retração na CEF. Embora descontínua nos dois últimos bancos, essas tendências ficam claras na comparação entre os períodos extremos (1995-98 e 2004-08): em médias anuais, o ativo total sobe de R\$ 290,4 bilhões para R\$ 369,4 bilhões no BB e cai de R\$ 291,4 bilhões para R\$ 245,1 bilhões na CEF. No BNDES o ativo total se eleva continuamente, passando de R\$ 164,1 bilhões entre 1995-98 para R\$ 222,8 bilhões entre 2004-08 (também em médias anuais).

Tabela II.25

Bancos Públicos Selecionados: Peso Relativo (%) do Crédito no Ativo
Total do Banco - Médias Anuais por Período - 1995-2008

Período	BB		CEF		BNDES	
	Ativo	Créd./	Ativo	Créd./	Ativo	Créd./
	Total	At. Total	Total	At. Total	Total	At. Total
	R\$ Milhões ¹	(%)	R\$ Milhões ¹	%	R\$ Milhões ¹	%
1995-98	290.560	57,0	291.376	79,3	164.114	71,4
1999-03	301.415	51,4	225.909	62,9	211.305	83,6
2004-08	369.393	60,9	245.050	46,6	222.766	86,6

Fonte: Banco Central do Brasil - Sistema Financeiro

Dados Cadastrais e Contábeis - 50 Maiores Bancos.

1. Valores ajustados para 2008 pelo IGP-DI centrado.

No BNDES, além do aumento contínuo do ativo, há aumento do peso relativo das operações de crédito (na medida ampla) no ativo total do banco - de 71% entre 1995-98 para 86% entre 2004-08. Essa tendência também se observa no BB na mesma comparação, embora com menor intensidade, onde o crédito passa de 57% para 61% do ativo total. Nos dois casos, portanto, a expansão do crédito, especialmente no período mais recente (2004-08) reflete não só a expansão das atividades desses bancos, mas também a maior importância do crédito, como forma de atuação, em suas respectivas estratégias de operação. Na CEF ocorre o oposto: além da tendência de queda do ativo total, há sensível redução da importância relativa do crédito nas operações da instituição, cujo peso no ativo total passa de 79% entre 1995-98 para 47% entre 2004-08.

Por fim, a análise do crédito público total, desagregado por setor de destino (Tabela II.26), mostra que a exclusão daquelas categorias não comparáveis com o MAB - governo e pessoas físicas - não altera qualquer das tendências antes apontadas, com base nos dados dos bancos selecionados. Vimos que, no agregado dos três bancos, considerando aquela medida ampla de crédito, sua trajetória seguiu tendência semelhante à observada para as emissões primárias no MAB: queda nos anos 1999-2003 e moderada recuperação no período 2004-08. Utilizando-se o indicador tradicional de crédito e excluindo-se aquelas duas categorias do crédito público total, identifica-se a mesma tendência de recuperação "incompleta" antes apontada para o agregado dos três bancos: após a retração de 1999-03, o crédito público assim ajustado alcança a média de R\$ 253,0 bilhões entre 2004-08, inferior à média de R\$ 301,3 bilhões dos anos 1995-98.

Tabela II.26

Crédito Público Total: Distribuição por Setor de Destino
R\$ Milhões¹ - Médias Anuais por Período - 1995-2008

Período	Crédito	Distribuição por Setor						(1)-(2+3)
	Público	Setor	Pessoas	Indús-	Habita-	Comércio		
	Total	Público ²	Físicas	tria	ção		Rural e Outros	
(1)	(2)	(3)			Serv.			
1995-98	407.220	86.212	19.699	72.606	117.114	51.886	59.703	301.309
1999-03	258.386	23.060	29.106	71.683	53.962	36.963	43.611	206.219
2004-08	323.180	19.222	50.955	85.060	31.771	51.599	84.574	253.004

Fonte: Banco Central do Brasil - Boletins Mensais (vários n.º).

1. Valores ajustados para 2008 pelo IGP-DI centrado.

2. Inclui governos federal, estaduais e municipais.

II.7.4. Sumário

Os indicadores de crédito público analisados permitem perceber que, no período 1995-2008, o crédito público total (em sua medida tradicional) e o agregado dos três bancos selecionados (na medida ampla aqui utilizada) se comportaram de forma pró-cíclica em relação ao segmento primário do MAB, isto é, mostraram retração e expansão nos mesmos períodos (respectivamente, 1999-03 e 2004-08). Esse resultado, porém, não se sustenta para cada um dos bancos individualmente. Apenas o BB mostrou trajetória semelhante à dos dados agregados, mas, nos dois períodos, ampliou sua participação no mercado de crédito. Isto demonstra não só um comportamento pró-cíclico, mas também uma postura mais agressiva do banco, único que ampliou *market share* ao longo de todo o período considerado.

O BNDES demonstrou nítida tendência anticíclica, tanto em relação ao MAB, quanto ao próprio mercado de crédito. No período 1999-03, marcado pela retração das operações primárias no MAB (de 34% em relação à média de 1995-98) e do crédito total (de 17%), o banco expandiu de forma mais significativa suas operações de crédito (em 51%, na mesma comparação). Na fase de maior expansão do MAB, entre 2004-08, embora tenha se mantido a tendência de expansão dessas operações, esta se deu a uma taxa bem menor que a do período anterior (9%, na média anual). Com isto, ao contrário do BB, na média dos anos 2004-08, o BNDES perdeu participação no mercado de crédito, embora de forma bem modesta, em relação ao período anterior.

A CEF foi, entre os bancos selecionados, a única instituição pública que perdeu continuamente participação no mercado de crédito, inclusive no período de retração do MAB e do próprio crédito total (1999-03). Nesse período, portanto, seu comportamento foi pró-cíclico e a contração de suas operações foi ainda mais intensa que nos demais segmentos. Na fase de expansão do MAB (2004-08), assim como do mercado de crédito, a CEF manteve a

tendência de retração do período anterior. Isto, porém, não pode ser interpretado como um resultado daquela expansão – que, de alguma forma, teria “roubado” mercado do banco – por duas razões. Primeiro, porque a CEF não opera, predominantemente, com o tipo de empresa que emite ações no MAB – tipicamente, empresas de grande porte (RP1, Cap. II, seção II.4). Segundo, porque, como antes observado, esta tendência de encolhimento do crédito da CEF é anterior à expansão do MAB (e também do mercado de crédito), tendo origem em problemas antigos, relacionados à sua própria carteira de crédito – mais especificamente, a dificuldades de recuperação de antigos crédito imobiliários.⁶⁴

II.8. SUMÁRIO E CONCLUSÕES: O PERFIL DE EXPANSÃO DO MAB NO PERÍODO 2004-08

Para orientar a análise do perfil de expansão do MAB no quinquênio 2004-08, foram sugeridos três conjuntos de possíveis fatores explicativos, não mutuamente excludentes: fatores relacionados ao mercado internacional, ao ambiente macroeconômico doméstico e às condições institucionais do MAB. A análise precedente permite afirmar que os três conjuntos de fatores contribuíram, individualmente e em sinergia, para gerar a expansão do MAB, a taxas inéditas, no período 2004-08.

De forma esquemática, a lista de fatores favoráveis a tal expansão inclui:

- a) *entre os condicionantes do mercado financeiro internacional*: o crescimento econômico mundial a taxas significativas; a forte expansão da liquidez internacional; o próprio crescimento do mercado acionário em diversos outros países; a recente “promoção” do Brasil a “investment grade” pela Agência Standard & Poor’s.
- b) *entre os condicionantes do ambiente macroeconômico doméstico*, a lista é mais extensa e, em grande parte, se deve à sinergia com as condições mais favoráveis do mercado internacional, incluindo: a recuperação das contas externas do país; a maior estabilidade cambial; a relativa estabilidade de preços; a política de juros menores que em anos anteriores (embora ainda altas, frente às praticadas em outros países); e, principalmente, o maior crescimento econômico resultante desse conjunto de fatores.
- c) *entre os condicionantes do ambiente institucional*, incluem-se: o amplo grau de abertura financeira que caracteriza o MAB desde o início dos anos 1990; o avanço na regulamentação voltada para a proteção dos investidores e do mercado como um todo

⁶⁴ Para maiores detalhes sobre este ponto, ver MF (2001) e Vidotto (2003).

(basicamente, a partir de 2000); a tributação mais favorável aos ativos de renda variável (especialmente, a partir de 1995).

Uma melhor compreensão do perfil dessa expansão, porém, recomenda a classificação desses fatores em dois tipos, com influência distinta sobre o comportamento do mercado no período em questão e no futuro próximo: os de natureza estrutural e os de natureza conjuntural. No primeiro grupo, incluem-se condições que estabelecem um novo padrão de operação e/ou comportamento do mercado, exercendo, supostamente, uma influência mais duradoura sobre ele. No segundo, encontram-se as condições que, por sua natureza mais variável, exercem influência temporária sobre a oferta e a demanda nos diversos mercados.

Na lista acima, pode-se classificar como *de natureza estrutural* ou duradoura: a) a condição de “investment grade” – embora esta possa ser revista a qualquer momento, esta revisão é, em geral, menos frequente neste nível de classificação; b) a estabilidade de preços, que já caracteriza a economia brasileira desde meados dos anos 1990; c) as três condições institucionais mencionadas: a abertura e tributação, pela durabilidade, e a regulamentação de proteção, por tratar-se de uma adaptação do país a uma tendência internacional, que, dificilmente, será revertida no futuro próximo. Todos os demais fatores classificam-se como de natureza conjuntural, sendo, portanto, sujeitos a oscilações relativamente frequentes.

A cronologia dos fatos sugere que as condições estruturais tiveram um papel secundário ou, pelo menos, não determinante, como fatores de estímulo ao MAB no período 2004-08. À exceção da condição de “investment grade”, que é recente (a partir de Abril de 2008), as demais, como observado, são bem anteriores ao *boom* de 2004-08. Apesar disso, esse desempenho excepcional não foi possível antes que uma série de condições conjunturais favoráveis estivesse também presente.

Raciocínio semelhante se aplica ao papel da condição de “investment grade” no período de forte expansão: embora, como se argumentou (seção II.3), sua influência pareça ter sido importante como fator de atração de demanda externa para o MAB já a partir de 2007 (face à expectativa de valorização dos ativos, gerada pela iminência da nova classificação), este também não pode ser interpretado como fator determinante, já que a forte expansão do MAB se iniciou bem antes dele (em 2004). Mais que isso, como mostrado no RP1 (Cap. II) e na seção II.3 deste 2º Relatório Parcial, a retomada dos negócios no MAB a partir de 2004 teve forte influência do capital externo, tanto no segmento primário, quanto no secundário. Isto demonstra que, diante das melhores condições macroeconômicas doméstica e externa – de natureza conjuntural – a ausência do “investment grade” não representou

qualquer impedimento ao aumento da demanda de investidores estrangeiros pelos ativos do MAB.

Na lista de fatores de natureza conjuntural, quatro parecem ter sido particularmente importantes para explicar o aumento expressivo das operações primárias e secundárias no MAB entre 2004-08: a) o crescimento econômico mundial; b) a ampliação da liquidez no mercado financeiro internacional; c) o crescimento econômico doméstico; d) a política de juros implementada no Brasil. Os dois primeiros possibilitaram a gradual melhora das contas externas do país, o que, no cenário macroeconômico dos anos 1999-2003, era, certamente, o principal entrave ao crescimento da atividade econômica e, indiretamente, do próprio MAB.

A melhora das contas externas, por sua vez, ao permitir maior estabilidade cambial, viabilizou, para os anos 2004-08, a combinação de estabilidade de preços com uma política de juros menores que no período anterior. Combinado ao maior crescimento econômico mundial, isto favoreceu a retomada do crescimento econômico doméstico - principal condicionante macroeconômico do mercado de ações, na perspectiva teórica aqui adotada. No entanto, como, apesar da queda em relação ao período anterior, os juros no Brasil mantiveram-se ainda elevados, desestimulando a assunção de dívidas, tal política favoreceu, indiretamente, o mercado de ações - mais especificamente, estimulando a preferência pela emissão de ações, em detrimento da assunção de dívidas, na estrutura de capital das empresas que buscavam financiamento.

Deve ser ressaltado, porém, que aquelas condições estruturais, embora não determinantes, não são também irrelevantes. Na presença de condições estruturais adequadas, a expansão do mercado acionário, quando ocorre, tende a se dar em bases mais seguras ou, no mínimo, menos arriscadas, o que, indiretamente, contribui para sustentar a expansão. Um ambiente de estabilidade de preços, por exemplo, contribui para tornar menos arriscado e incerto o cálculo de retornos futuros, reduzindo as margens de erro, e portanto, os riscos a que se expõem os investidores, especialmente aqueles que "apostam" em títulos de renda variável. No âmbito das condições institucionais, a existência de regras de tributação estáveis e de uma regulamentação que assegure um grau razoável de informação (e, indiretamente, de proteção) ao investidor e ao mercado também contribuem neste sentido. Assim, o fato dessas condições estruturais terem se mostrado mais adequadas no Brasil nos últimos anos, certamente, contribuiu para sustentar (embora não para desencadear) a expansão de 2004-08.

Por fim, quanto ao (elevado) grau de abertura, como já observado neste Capítulo (seção II.2.1), seus efeitos sobre o mercado de ações (bem como sobre outros segmentos do

mercado financeiro) são ambíguos. O possível aumento da demanda e da liquidez do mercado, proporcionado pelo maior acesso de investidores estrangeiros, pode vir acompanhado de aumento da volatilidade dos fluxos de negócios e dos preços dos ativos - e, conseqüentemente, dos riscos envolvidos. Tal tendência é mais provável e potencialmente prejudicial quando se trata de mercados “pequenos” relativamente aos fluxos de capital estrangeiro passíveis de entrar e sair do país. Este é exatamente o caso do MAB, como mostram os indicadores a seguir:

- a) *Medido pela capitalização absoluta* (ou valor de mercado) das empresas negociadas na Bovespa, o MAB alcançou, na média dos anos 2004-08, o “tamanho” de US\$ 695 bilhões (RP1, Cap. II, seção II.3 e Anexo I, Tabela 2.14). Isto representa pouco mais de um terço do valor de mercado (de US\$ 1,8 trilhões) da amostra de países em desenvolvimento considerada (Brasil, Chile, México e Coréia do Sul) - na qual o Brasil figura como o maior mercado acionário - mas apenas 3% do valor de mercado (de US\$ 25,7 trilhões) da amostra de países desenvolvidos (EUA, Japão, Alemanha e Inglaterra) - origem da maior parte do capital externo que ingressa nos mercados emergentes - e 4% do mercado americano (de US\$ 17,0 trilhões) no mesmo período.
- b) *Medido pelo valor negociado em mercados secundários*, o MAB pode também ser considerado um mercado “pequeno” em relação aos países desenvolvidos, com volume negociado de US\$ 379 bilhões na média de 2004-08, significando 21% do mesmo indicador na amostra de países em desenvolvimento (US\$ 1,8 trilhões), 0,7% na amostra de países desenvolvidos (US\$ 54,7 trilhões) e 1,0% do mercado americano (US\$ 39,3 trilhões - RP1, Cap. II, seção II.3 e Anexo I, Tabela 2.12).
- c) *Considerando o fluxo de capital de países desenvolvidos* direcionados a investimentos em carteira (ações e títulos) em mercados externos, na média de 2004-08, este representou US\$ 708 bilhões anuais, sendo US\$ 213 bilhões com origem nos EUA (Tabelas II.1 e II.2 deste Capítulo - seção II.3). Esses valores seriam suficientes para comprar, respectivamente, 102% e 31% de todo o estoque médio anual de ações existente no MAB no mesmo período (de US\$ 695 bilhões, medido pelo valor de mercado).

A estreiteza do MAB frente aos mercados acionários e aos potenciais fluxos de capital de países desenvolvidos explica sua elevada sensibilidade ao comportamento dos investidores estrangeiros, bem como o elevado peso destes investidores nos segmentos primário e secundário do MAB, como apontado, diversas vezes, ao longo deste estudo (RP1, Cap. II, seções II.3, II.5 e II.7 e RP2, Cap. II, seções II.3 e II.4). Os estrangeiros foram os maiores compradores e detentores de ações no MAB na fase de expansão recente, tendo,

inclusive, ampliado sensivelmente sua participação no mercado brasileiro até 2007. No período 2004-08, esses investidores:

- a) adquiriram, em média, 60% das ofertas (iniciais e subsequentes) em mercado primário, sendo 71% em 2007, ante 49% em 2004 (primeiro ano de disponibilidade deste dado - RP1, Cap. II, Tab. II.24);
- b) foram responsáveis por 33% do volume negociado na Bovespa - mercado secundário (RP1, Cap. II, Tabela II.26);
- c) e mantiveram uma carteira média anual de ações de US\$ 81,6 bilhões, o que representou 12% do valor de mercado médio do MAB no mesmo período, ante 7% no período 1999-2003 (RP1, Cap. II, Tab. II.30).

Em suma, no que tange à composição da demanda no MAB, sua distribuição entre investidores domésticos e estrangeiros mostra-se preocupante ou, no mínimo, pouco favorável a um desenvolvimento sustentado do mercado acionário no Brasil. A julgar pelo elevado peso dos investimentos externos no MAB e pelo já mencionado caráter conjuntural e potencialmente instável dos fatores que dão origem a tais investimentos - o nível de liquidez internacional e os fluxos de capital estrangeiro (especialmente os direcionados a mercados emergentes), além das estratégias financeiras dos investidores globais - a expansão recente do MAB não parece sustentável, na ausência de condições externas altamente favoráveis ao país, como as que predominaram no quinquênio 2004-08.

Referências

- AKYÜZ, Yilmaz. (1993), "Financial liberalization: the key issues". In AKYÜZ, Y. & HELD, Günther. (orgs.), *Finance and the real economy: Issues and Case Studies in Developing Countries*. Santiago (Chile): United Nations Economic Commission for Latin America and the Caribbean. pp. 19-68.
- ARIENTI, Patricia F. F. O papel da abertura financeira no financiamento dos investimentos da economia brasileira ao longo da década de 1990. *Tese de doutorado*. Curitiba: IE-UFPR, 2004.
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO ABERTO (2002). Brasil para investidores estrangeiros, 4ª Ed. Rio de Janeiro: ANDIMA.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2006). Sistema Brasileiro de Pagamentos. Brasília: BCB.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - BIS (2001). Princípios fundamentais para sistemas de pagamento sistemicamente importantes. Basel: BIS.

- BM&FBOVESPA (2008). *Panorama da economia brasileira e do mercado de capitais*. São Paulo: BM&FBovespa.
- BOVESPA (2008). *Bovespa dados e notas*. São Paulo: Bovespa.
- ____ (2008b). *Índice Bovespa: definição e metodologia*. São Paulo: Bovespa.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM (2002). *Recomendações CVM sobre governança corporativa*. Rio de Janeiro: CVM.
- INSTITUTE FOR FINANCIAL STUDIES (1991). *Equity for companies: a corporation tax for the 1990s*. London: IFS.
- LEMGRUBER, Andrea (2004). A tributação de capital: o Imposto de Renda da Pessoa Jurídica e o Imposto sobre Operações Financeiras. In. BIDERMAN, Ciro; ARVATE, Paulo. *Economia do setor público no Brasil*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- MAKINSEY & COMPANY (2001). *Panorama da governança corporativa no Brasil*. Disponível em http://www.ecgi.org/codes/documents/kf_mck_governan.pdf.
- MF - Ministério da Fazenda (2001). *Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais*. Via website: www.fazenda.gov.br. (22/06/2001).
- MOURA, Alkimar (2007). Tributação no mercado financeiro brasileiro e inconsistência temporal. In. BACHA, E.; OLIVEIRA FILHO, L.C. *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contracapa/ Anbid.
- NARITA, Renata Del Tedesco (2004). *A CPMF e o mercado acionário brasileiro: efeito sobre a governança corporativa e estilos de investimento*. Brasília: ESAF. IX Prêmio Tesouro Nacional
- PRATES, Daniela (2000). Abertura financeira e vulnerabilidade externa. In. CARNEIRO, Ricardo [et al]. *Gestão estatal no Brasil: armadilhas da estabilização*. São Paulo: Fundap.
- PROCIANOY, Jairo Laser; KWITO, Leonardo Costa (2007). Ações de empresas brasileiras e suas ADR's: uma nota sobre datas *ex-dividend*. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, vol. 61, nº 1, pp.111-124, jan-março.
- SANT'ANNA, André Albuquerque (2008). Decisões de financiamento via mercado de capitais no período 2004-2006. Rio de Janeiro, *Revista do BNDES*, vol. 15, nº 30, pp. 161-179, dezembro.
- SANVICENTE, Antonio Zoratto (1999). Circuit breakers no mercado de ações: uma análise baseada no estudo de valores extremos. São Paulo: IBMEC. *Financelab Working Paper - FLWP nº 11*.

VIDOTTO, C. A. (2003). "Reestruturação Patrimonial e Financeira dos Bancos Federais e Trajetória Econômica nos Anos Noventa". *V Congresso Brasileiro de História Econômica - ABPHE*. Caxambu - MG, Setembro.