

UNESP 
UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA
“JÚLIO DE MESQUITA FILHO”
Faculdade de Ciências e Letras
Campus de Araraquara – SP

**A Importância do Mercado de Capitais: considerações das
teorias econômica e financeira**

Araraquara – SP

2014

Francisco Bonadio de Carvalho

**A Importância do Mercado de Capitais: considerações das
teorias econômica e financeira**

Monografia apresentada ao Departamento de
Economia da Faculdade de Ciências e Letras –
Unesp/Araraquara, como requisito para obtenção
do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Ana Elisa Périco

Banca: Prof. Dr. André Luiz Corrêa

Araraquara

2014

Francisco Bonadio de Carvalho

**A Importância do Mercado de Capitais: considerações das
teorias econômica e financeira**

Monografia apresentada ao Departamento de
Economia da Faculdade de Ciências e Letras –
Unesp/Araraquara, como requisito para obtenção
do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Prof.^a Dr.^a Ana Elisa Périco

Prof. Dr. André Luiz Corrêa

Araraquara

2014

Agradecimentos

Agradeço a Deus, primeiramente, por realizar o maior de todos os trabalhos e por tudo que me deu até hoje.

À minha família, especialmente meus pais, por toda a ajuda e dedicação.

A todos os meus amigos que estiveram ao meu lado durante minha trajetória até este momento.

À minha orientadora, Ana Elisa, pelas contribuições na realização deste trabalho.

A toda UNESP Araraquara e ao Departamento de Economia, pelas experiências trocas e momentos vividos.

Índice

Resumo	8
Introdução.....	9
Capítulo 1 – Teoria Econômica: Conceitos.....	11
1.1 Poupança, Investimento e Crescimento Econômico.....	11
1.2 O Papel da Intermediação Financeira.....	19
Capítulo 2 – O Sistema Financeiro Nacional	26
2.1 Órgãos Normativos.....	27
2.1.1 Conselho Monetário Nacional	27
2.1.2 Conselho Nacional de Seguros Privados	27
2.1.3 Conselho Nacional de Previdência Complementar	27
2.2 Órgãos Supervisores	28
2.2.1 O Banco Central do Brasil	28
2.2.2 Comissão de Valores Mobiliários	28
2.2.3 Superintendência de Seguros Privados	29
2.2.4 Superintendência Nacional de Previdência Complementar	29
2.3 Órgãos Operadores	29
2.4 Mercados Financeiros.....	32
2.4.1 Mercado Monetário.....	33
2.4.2 Mercado de Crédito	34
2.4.3 Mercado de Câmbio.....	34
2.4.4 Mercado de Capitais	35
2.5 Mercados Eficientes de Capitais.....	36
2.5.1 Tipos de Eficiência	37
2.5.2 Contestações à Hipótese dos Mercados Eficientes	39
2.5.3 Perspectiva sobre a Eficiência dos Mercados	45
Capítulo 3 – O Mercado de Capitais Brasileiro	48
3.1 Mercado de Capitais e Crescimento Econômico	51
3.2 A BM&FBovespa	53
3.3 Composição da BM&FBovespa e os Entraves ao Desenvolvimento do Mercado Acionário	55
3.4 Índices: Crescimento e Sustentabilidade	61

3.4.1 Ibovespa	63
3.4.2 Índices de Sustentabilidade: ISE e ECO2	66
3.5 Governança Corporativa	69
Considerações Finais	74
Bibliografia	76

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Investimento x Poupança.....	13
Gráfico 2 - Poupança e Crescimento Econômico no Brasil.....	16
Gráfico 3 - Investimento e Crescimento Econômico do Brasil: 1969-1973 e 1987-1991	17
Gráfico 4 - Gráfico de <i>candlestick</i> diário das ações da Ambev S/A.....	44
Gráfico 5 - Oferta de renda fixa e variável (R\$ milhões).....	49
Gráfico 6 - Ações por setor (volume).....	53
Gráfico 7 - Número de negócios (média diária).....	55
Gráfico 8 - Participações na BM&FBovespa.....	56
Gráfico 9 - Quantidade de empresas na BM&FBovespa.....	58
Gráfico 10 - Principais fontes de financiamento da indústria e da infraestrutura.....	59
Gráfico 11 - Desempenho do Ibovespa.....	65
Gráfico 12 - ISE – Pontos mensais.....	68
Gráfico 13 - Desempenho IGCX x Ibovespa	71

Índice de tabelas

Tabela 1 - Poupança e investimento em países em desenvolvimento na Ásia: 1960-92 - em % do PIB.....	15
Tabela 2 - Indicadores do mercado acionário brasileiro.....	48
Tabela 3 – Índices.....	62
Tabela 4 - Contradições no ambiente de governança corporativa brasileiro.....	72

Índice de figuras

Figura 1 - Intermediação Financeira.....	19
Figura 2 - Composição do Sistema Financeiro Nacional.....	32
Figura 3 - Diferentes níveis de eficiência.....	39
Figura 4 - Preço x Valor.....	41

Resumo

Este trabalho procura analisar e evidenciar a importância do mercado de capitais para o crescimento e desenvolvimento econômico do país, crescimento sustentável das empresas e crescimento do patrimônio da pessoa física, como uma alternativa de investimento e financiamento. Foram analisados também os entraves ao maior crescimento desse mercado e críticas pertinentes a este. O estudo é orientado a partir de análises das teorias econômica e financeira, de conceitos e de princípios fundamentais para o entendimento do funcionamento do mercado financeiro, até análises mais específicas e empíricas sobre a eficiência dos mercados e o mercado acionário, no contexto da realidade brasileira.

Palavras-chave: Eficiência; Investimento; Mercado de Capitais.

Abstract

This paper attempts to analyze and highlight the importance of the capital market for growth and economic development of the country, sustainable business growth and growth of the assets of an individual, as an alternative investment and financing. Were also examined the barriers to further growth of this market and relevant criticism about this. The study is guided from analyzes of economic and financial theories, concepts and fundamental principles for understanding the functioning of financial markets, even more specific, empirical analysis of the efficiency of markets and the stock market, in the context of Brazilian reality.

Keywords: Efficiency; Investment; Capital Market.

Introdução

Poupança e investimento são conceitos fundamentais para o entendimento do funcionamento do sistema financeiro e muito importantes para a economia do país. É principalmente através do investimento e da poupança que um país consegue gerar de empregos, renda e qualidade de vida e, para isso, é preciso que esses recursos sejam empreendidos da maneira mais eficiente possível. Um dos objetivos da teoria econômica é, justamente, estudar a alocação eficiente dos recursos de modo a maximizar sua utilidade para todos os participantes do mercado e, conseqüentemente, do país. O mercado financeiro se apresenta como um meio para a realização dessas alocações, com o intuito de proporcionar melhores condições às unidades econômicas de realizarem tais atividades.

Com a globalização dos mercados e crescimento dos fluxos de capitais, houve o aprimoramento de todo o sistema financeiro, proporcionando alocações mais eficientes, por meio de uma melhor estruturação das formas de transação, com mais segurança e transparência. É interessante observar que o desenvolvimento tecnológico e do sistema financeiro se estimulam reciprocamente.

Como um dos segmentos do mercado financeiro, o mercado de capitais tem um importante papel na promoção do investimento e no crescimento da poupança, proporcionando alternativas vantajosas de financiamento às empresas, para o crescimento patrimonial das unidades econômicas e atendendo a uma demanda que o mercado de crédito não é mais capaz de sustentar sozinho. O crescimento do mercado é expressivo. O tamanho do mercado, em moeda constante de 2012, subiu de R\$ 2 bilhões em 2003 para R\$ 5,2 bilhões em 2012, duplicando de tamanho em relação ao PIB, passando de 63% do PIB em 2003 para 119% do PIB em 2013, segundo dados da CVM (2013), que também tem projeções bastante positivas. Houve, recentemente, uma série de mudanças, como a tendência de desconcentração do capital e o surgimento do Novo Mercado, que permitiu o deslanche do mercado acionário brasileiro.

Há, porém, alguns entraves ao funcionamento pleno e eficiente do mercado de capitais brasileiro como as altas taxas de juros, tributação excessiva, altos custos de abertura e manutenção das empresas em bolsa e problemas de governança corporativa, prejudiciais às empresas, aos acionistas e, conseqüentemente, ao país. Apesar de ainda poder-se dizer que o mercado de capitais brasileiro tem evoluído, evidencia-se a existência de alguns desafios.

Desse modo, o objetivo deste trabalho foi situar o mercado de capitais dentro da teoria econômica e financeira, e do sistema financeiro, demonstrando sua importância para as pessoas, empresas e país, bem como apresentar os problemas e desafios enfrentados por esse mercado na atualidade.

No primeiro capítulo foi feito um embasamento teórico-conceitual como introdução à análise do mercado financeiro, destacando os conceitos de poupança e investimento, a relação entre ambos do ponto de vista da teoria econômica e em relação ao crescimento econômico, fazendo referência à realidade brasileira. Evidenciou-se a importância da intermediação financeira para a alocação mais eficiente de recursos e para o crescimento e desenvolvimento econômico, bem como foram levantadas questões críticas ao tema.

No segundo capítulo foi apresentado o sistema financeiro brasileiro, representado por suas instituições e suas respectivas funções. Foi abordada também, a hipótese dos mercados eficientes, sua evolução, críticas e visões alternativas a essa hipótese, contando com evidências empíricas e relatos de grandes investidores. Após situar o mercado de capitais na teoria e na estrutura financeira do país, este mercado foi analisado no terceiro capítulo. O mercado de capitais é basicamente um sinônimo de mercado acionário, e sua análise foi voltada para o estudo de sua composição, dos entraves ao seu desenvolvimento, de sua importância para o crescimento do país, das empresas e do patrimônio da pessoa física.

E, por fim, no capítulo final são apresentadas as considerações finais do trabalho.

1- Teoria Econômica: Conceitos

Uma das principais características de um sistema econômico é alocar recursos, como trabalho e matéria-prima, entre as unidades econômicas, sendo estas as famílias, empresas e governo. Essa alocação é orientada pela teoria econômica com o objetivo de ser o mais eficiente possível, no sentido de evitar desperdícios de recursos e alcançar o maior bem-estar para as unidades econômicas e de maneira igualitária (no caso das famílias).

Neste trabalho, o foco é o Mercado de Capitais, que está inserido dentro do Mercado Financeiro (Capítulo 2). Portanto, neste primeiro capítulo será dada maior atenção aos recursos financeiros das unidades econômicas e, sendo assim, é importante introduzir conceitos fundamentais para o entendimento do Mercado de Capitais e mostrar a importância das instituições financeiras para a alocação desses recursos na economia.

1.1 Poupança, Investimento e Crescimento Econômico

Poupança e investimento podem ser realizados pelas unidades econômicas (família ou indivíduos, empresas e governo), porém a relação causal entre esses conceitos é vista de maneira diferente pelas duas principais correntes do pensamento econômico: os clássicos e os keynesianos.

A poupança é conhecida por ser a parte da renda que não é consumida hoje para ser utilizada futuramente, recebendo-se uma “recompensa” por isso. Segundo a teoria clássica, essa recompensa é a taxa de juros, ou seja, um excedente de recursos a ser recebido no futuro em detrimento do sacrifício de não consumir no presente, sendo a poupança uma função da taxa de juros. Além de consumir, é possível investir esses recursos tendo em vista retornos positivos no futuro. Para os clássicos, a realização de um investimento necessita previamente de uma poupança correspondente, na qual se verifica uma relação de igualdade *ex-ante* entre poupança e investimento. Uma economia estará em equilíbrio quando, dada uma taxa de juros, houver igualdade entre poupança e investimento. Se a poupança for maior que o investimento, não haverá demanda suficiente para o total produzido na economia; se o investimento for maior que a poupança, haverá uma demanda em excesso, causando aumento dos preços (CARVALHO, 2005).

A visão contrária à dos clássicos teve início com Keynes (1936), em sua obra *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. De acordo com essa teoria, o juro “tem sido usualmente considerado como uma recompensa por não gastar, quando na verdade, é

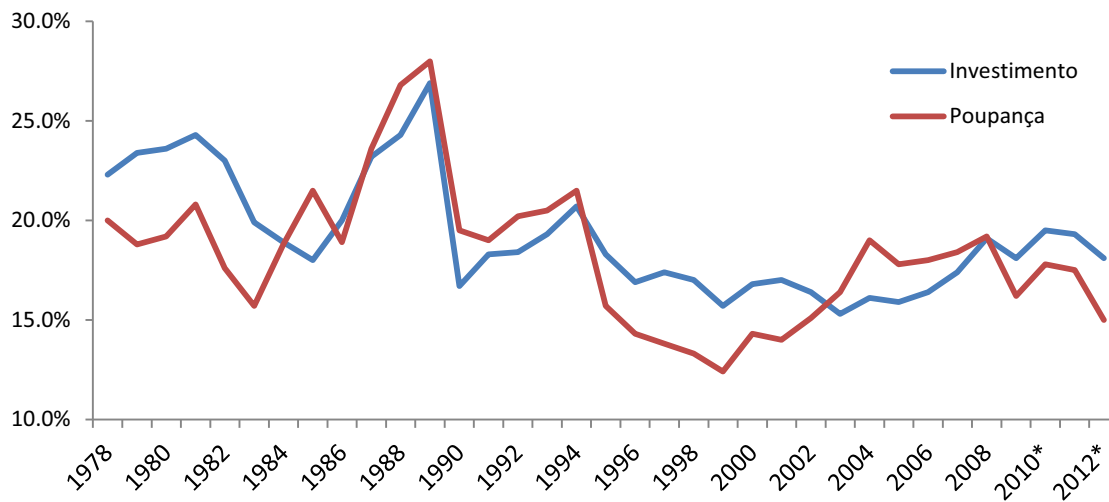
uma recompensa por não entesourar” (Keynes, 1936, p.179). Assim, a formação da taxa de juros seria um fenômeno monetário e não real como nos clássicos. A taxa de juros influenciará as decisões de investimento e deverá ser idêntica à produtividade marginal do capital para satisfazer as condições de maximização. A relação causal entre poupança e investimento também muda, mantendo a igualdade, porém *ex-post*. Segundo Keynes (1936), o investimento pode ocorrer independentemente de haver uma poupança inicial, devido à presença de um sistema bancário desenvolvido que poderia fornecer crédito ou financiamento para realização de investimentos. Estes, por sua vez, gerariam poupança. O ato de poupar não significaria necessariamente consumir futuramente em detrimento do consumo presente, mas uma diminuição líquida da demanda, que influenciaria as expectativas do mercado, reduzindo o consumo futuro e causando uma queda no preço dos bens. Assim, Keynes contesta a ideia de que a poupança individual favorece o investimento na mesma medida em que diminui o consumo presente (IPEA, 1998).

Enquanto que para os keynesianos a intermediação financeira tem um importante papel na canalização de recursos financeiros, para os clássicos há apenas dois agentes representativos: os poupadores e os investidores, sendo estes dependentes daqueles. O Sistema Financeiro é visto pelos clássicos como um “intermediário passivo”, por meio do qual se realizam a intermediação da poupança para o investimento, sem a capacidade de determinar a qualidade e volume do financiamento do investimento. Esta visão se apoia na hipótese dos mercados eficientes, segundo a qual, toda informação disponível se reflete nos preços dos ativos financeiros (VALENTE, 2007).

Para Oliveira (1984), a poupança depende de três fatores: a) capacidade de poupar: o indivíduo ou agente econômico deve ter uma renda suficientemente alta para tal; b) desejo de poupar: motivações que levam o agente a poupar, podendo variar de acordo com as expectativas e cultura do potencial poupador; e c) oportunidades de poupar: opções de aplicações financeiras disponibilizadas pelo mercado. Para os investimentos há também três fatores bastante similares aos da poupança, sendo estes o capital inicial, oportunidades e meios para investir (BERTÉ, 1998).

No Brasil, os níveis de poupança e investimento têm seguido níveis bem modestos, não ultrapassando a faixa dos 20%, há cerca de 20 anos (gráfico 1). A taxa de poupança (relação entre o valor corrente da poupança bruta e o valor corrente da renda disponível bruta) e a taxa de investimento (relação entre o valor corrente da formação bruta de capital fixo e o valor corrente do PIB) do Brasil, nos últimos anos, pode ser observada no Gráfico 1.

Gráfico 1. Investimento x Poupança



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do IBGE (<http://seriesestatisticas.ibge.gov.br>)

* Resultados preliminares obtidos a partir das Contas Nacionais Trimestrais

É possível perceber certa correlação entre investimento e poupança no Gráfico 1. O assunto é abordado mais profundamente em Pavelescu (2008), levando em conta uma economia aberta. Segundo o autor, a igualdade entre poupança (S) e investimento (I), ($S = I$), seria mais completa na seguinte fórmula:

$$S + (G - T) = I + (X - M)$$

Onde:

G - T (gastos - renda do governo): o déficit orçamentário do governo;

X - M (exportações - importações): balança comercial.

Desse modo, a soma da poupança privada e pública é igual à soma dos investimentos privados e das exportações líquidas, onde pode ser observado que o déficit orçamentário do governo desestimula os investimentos privados e que um saldo positivo da balança comercial estimula a poupança no longo prazo.

Assim, o equilíbrio entre poupança e investimento é afetado pelos fluxos de capitais com o exterior e pelas contas do governo. Vale ressaltar, ainda, que em condições de perfeita mobilidade de capital, as poupanças de um país iriam migrar para lugares onde a eficiência do investimento é maior e, conseqüentemente, não se verificaria uma correlação

forte entre poupança e investimentos em nível nacional (lembrando que o principal atrativo para o capital internacional é a taxa de juros interna, quanto maior esta for, mais capital atrairá). Porém, evidências empíricas de estudos, como o de Feldstein-Horioka (1980), apontam que há uma forte correlação entre poupança interna e investimento interno, implicando uma pequena mobilidade internacional de capital (PAVELESCU, 2008).

Os modelos econométricos de Jansen e Schultz (1996), que avaliam a correlação entre investimento e poupança, se mostraram factíveis em relação aos países com economias de mercado desenvolvidas, mas apresentou resultados contraditórios quando os países em desenvolvimento são analisados, mostrando que o grau de desenvolvimento e a estrutura da economia condiciona uma relação estável entre investimento e poupança. Essa discrepância entre investimento e poupança dependerá da proporção da poupança em relação ao PIB. Em processos de industrialização, além da implementação de novas tecnologias, verificou-se o aumento considerável da taxa de poupança, que se manteve mesmo no período pós-industrial (PAVELESCU, 2008).

A taxa de poupança elevada é condição necessária, mas não suficiente, para assegurar um alto crescimento econômico. Para que haja crescimento é necessário não apenas a acumulação física, mas também a acumulação de capital humano, de inovações tecnológicas e, principalmente, da eficiência do investimento. Segundo estudos empíricos (IPEA, 1998), existe forte correlação entre poupança e crescimento econômico, porém é difícil a identificação de seus pontos de causalidade.

“... embora o crescimento econômico tenha um efeito positivo sobre a poupança na medida em que aumenta o nível de renda, não podemos afirmar, univocamente, que um aumento no nível de poupança implicará uma aceleração do crescimento. Os estudos empíricos caminham no sentido de confirmar tal relação de causalidade [ver Schmidt-Hebbel et al. (1996) e Reis (1996)]. Os resultados obtidos por Reis mostram que as variações temporais do produto devem preceder às variações da poupança doméstica, assim como as da formação bruta de capital fixo” (IPEA, 1998, p. 4)

É possível, ainda, citar o exemplo dos países emergentes asiáticos e, também, dos exportadores de petróleo, que em seus respectivos períodos de crescimento apresentaram taxas de poupança elevadas, enquanto que países desenvolvidos, como os EUA, tinham menores taxas de poupança e passaram a figurar como importadores líquidos de capital.

Enquanto os emergentes asiáticos atuaram como exportadores líquidos de capital (PAVELESCU, 2008).

Na Tabela 1 pode-se observar os níveis de poupança e investimento nos países emergentes asiáticos.

Tabela 1. Poupança e investimento em países em desenvolvimento na Ásia: 1960-92 - em % do PIB

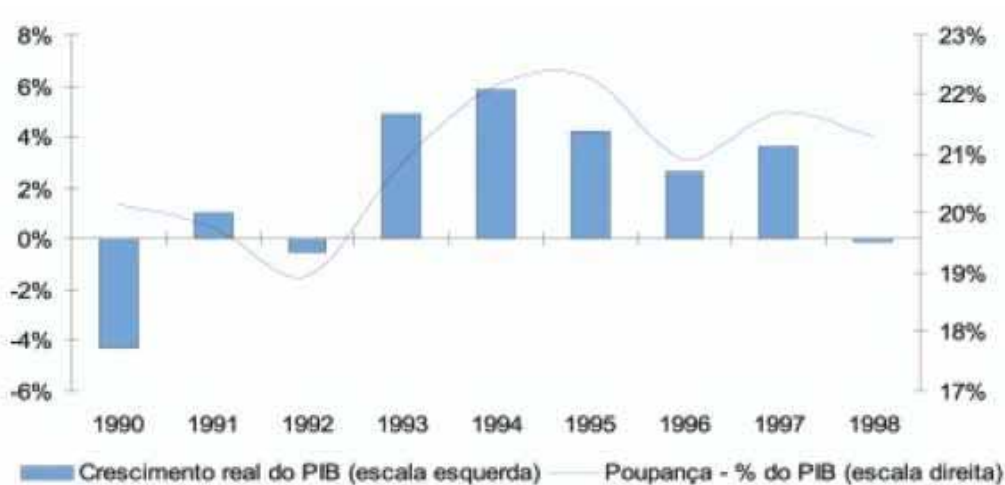
	Poupança interna bruta					Investimento interno bruto				
	1960	1970	1980	1985	1992	1960	1970	1980	1985	1992
Hong Kong	6%	25%	31%	27%	34%	18%	21%	36%	21%	31%
Coreia do Sul	1%	15%	23%	31%	35%	11%	25%	31%	30%	24%
Cingapura	-3%	21%	38%	42%	46%	11%	39%	45%	43%	40%
Taiwan	13%	26%	33%	31%	28%	20%	26%	34%	18%	24%
Indonésia	8%	11%	29%	26%	36%	8%	14%	21%	23%	35%
Malásia	27%	22%	31%	35%	30%	14%	21%	28%	34%	36%
Filipinas	16%	20%	25%	13%	15%	16%	20%	31%	16%	22%
Tailândia	14%	22%	21%	19%	34%	16%	26%	27%	23%	36%

Fonte: Bovespa (2000)

Em geral, os países que apresentaram as maiores taxas de investimento e poupança, são os mais bem sucedidos, como Cingapura que apresentou um crescimento médio do PIB de 9,4% de 1980 a 1984 e de 7,06% de 1985 a 1992, ao contrário de países com menores taxas, como as Filipinas que nos respectivos períodos teve um crescimento médio de 1,34% e 2,01% (DATA.WORLDBANK.ORG). As evidências sugerem que a relação entre poupança e crescimento tem influência mútua, na qual o crescimento favorece a poupança e esta proporciona ainda mais crescimento econômico, sendo seu impulso inicial dado por capitais estrangeiros ou, em alguns casos, pela poupança forçada, na qual parte dos salários é obrigatoriamente retida pelo governo (BOVESPA, 2000).

A partir do Gráfico 2 é possível observar que a taxa de poupança do Brasil apresentou uma correlação positiva com o crescimento econômico.

Gráfico 2. Poupança e Crescimento Econômico no Brasil

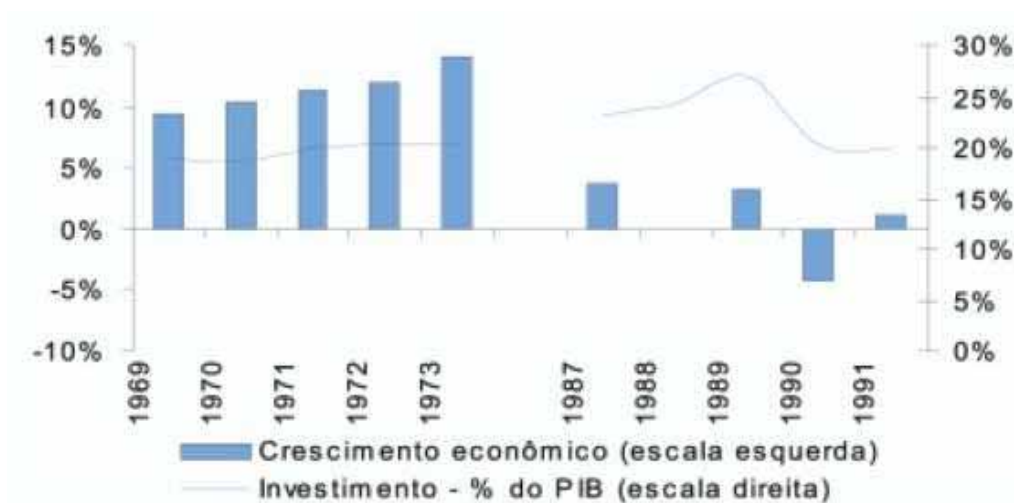


Fonte: Bovespa (2000)

Há vários motivos que levaram o Brasil a não ter tido taxas de poupança altas, como a dos países asiáticos. Dentre eles, a instabilidade e insegurança econômica, desigualdade social, elevada mobilidade social, desequilíbrio fiscal do governo, desestimularam a poupança e aumentaram a propensão ao consumo, além de acarretarem distorções no mercado financeiro e falhas institucionais. A alta inflação também educou o brasileiro a ter maior propensão a consumir, que assim continuou mesmo após a implantação do Plano Real. Além disso, é necessária, ainda, uma reforma do sistema previdenciário, que tem forte papel na formação de poupança (BOVESPA, 2000).

Historicamente, o governo brasileiro foi o principal captador de poupança e principal investidor no país. Como se pode observar no Gráfico 3, até meados da década de 1970, houve uma correlação positiva entre a taxa de investimento e o crescimento econômico. A partir desse período, essa correlação se degrada, o que deixa claro a perda de eficiência dos investimentos na economia brasileira. Essa perda de eficiência ocorreu devido às más decisões tomadas por parte do governo, influenciado por ideologias, políticos e grupos empresariais em um contexto de escassez de capital e poupança (BOVESPA, 2000).

Gráfico 3. Investimento e Crescimento Econômico do Brasil: 1969-1973 e 1987-1991



Fonte: Bovespa (2000)

Bons níveis de poupança, investimento e crescimento econômico contribuem para o desenvolvimento dos países, principalmente os que se encontram em fase de desenvolvimento e almejam diminuir a diferença de renda em relação aos países mais ricos, além de diminuir os próprios níveis de pobreza e desigualdade de renda. De acordo com os dados da Cepal (2002), para a ocorrência dessas mudanças nos países latinos, seria necessário um crescimento do PIB de 5,5% a 6,5% e taxas de investimento de 26% a 28% do PIB. A poupança interna deveria aumentar simultaneamente, a fim de diminuir o grau de dependência do financiamento externo e, portanto, dos ciclos internacionais de capital. Também é importante o desenvolvimento de um sistema financeiro sólido que garanta segurança, liquidez e rentabilidade aos poupadores.

A ideia de que a maior parte do financiamento do investimento deve provir da poupança interna não é tão simples. As políticas que visam elevar a poupança não são fáceis de serem aplicadas, pois geralmente implicam na redução do bem-estar atual, com a redução de gastos e maior cobrança das dívidas, o que pode gerar um elevado custo político, no curto prazo, e resultados apenas em prazos mais longos.

Além do mais, nada garante que as poupanças individuais se intensificarão com as políticas, pois dependem de inúmeras variáveis que não podem ser controladas pela autoridade econômica, dentre elas, as expectativas com relação ao futuro. Por isso, o mais importante seria garantir um ambiente mais previsível possível e um cenário

macroeconômico sadio e estável. Vale lembrar que a maioria dessas variáveis que favorece a poupança também favorece investimentos produtivos (CEPAL, 2002).

Sob a perspectiva de potencial de crescimento futuro, as empresas e o setor público são os que mais podem contribuir, uma vez que há interesse permanente no processo de acumulação e na estabilidade fiscal, respectivamente. Já as famílias, apresentam decisões de consumo intertemporal, sujeitas às variáveis econômicas. Para a Cepal (2002), são necessários alguns esforços para o aumento da poupança nacional:

a) Reinvestimento dos lucros das empresas: O reinvestimento dos lucros substitui outras fontes de financiamento e, para estimulá-lo são necessárias políticas específicas. Por exemplo, de acordo com a teoria do investimento, impostos baixos sobre os lucros reinvestidos tornam o reinvestimento a fonte principal de financiamento, sendo, portanto, um importante estímulo à poupança. A revisão de normas contábeis e fiscais seria um dos principais meios para facilitar que os lucros sejam reinvestidos nas empresas.

b) Poupança familiar: Como já dito anteriormente, trata-se de um ponto complexo por ser difícil identificar como se dão as decisões de poupança individual e familiar. Apesar dessa dificuldade, é possível a realização de esforços institucionais de fomento aos hábitos de poupança, além das reformas do sistema previdenciário e dos sistemas de pensões. Esses esforços, ou estímulos fiscais, seriam focados em poupanças destinadas a fins específicos como a educação dos filhos (que receberia subsídios específicos) e os seguros de vida e de acidentes.

c) Financiamento dos investimentos públicos: Aqui é proposto um conjunto de medidas para incrementar a receita pública, elevar a produtividade e transparência dos gastos públicos e construir instituições democráticas. O objetivo maior é atingir um equilíbrio ou superávit das contas fiscais, já que o déficit fiscal, em última instância, reduz a poupança nacional. Esse desafio é de caráter estrutural. Uma das correções seria avaliar separadamente a evolução a longo prazo dos termos de troca, diferenciando-a das flutuações de curto prazo. Desse modo, a institucionalização de fundos de estabilização dos principais bens de importação e exportação, com contabilidade separada das contas fiscais, seria um importante mecanismo para a estabilidade fiscal.

Outro fator que tem um importante papel na formação de poupança e canalização de investimentos é um sistema financeiro desenvolvido. As instituições financeiras se desenvolveram bastante nas últimas décadas, ofertando um grande número de opções de investimento, com mais segurança e transparência. Assunto do próximo tópico.

1.2 O Papel da Intermediação Financeira

As economias desenvolvidas, e a maior parte das menos desenvolvidas, possuem um sistema financeiro complexo, com diversas instituições, regras e ativos financeiros, além dos agentes ou unidades econômicas. Esses agentes podem estar em três situações: a) com suas contas equilibradas, sendo os gastos e investimentos iguais à renda; b) em superávit, com renda superior à soma de seus gastos e investimento; e c) em déficit, com a soma de seus gastos e investimentos maior que sua renda. No sistema financeiro, os agentes deficitários são chamados de investidores ou tomadores, por demandarem recursos financeiros, e os agentes superavitários são chamados de poupadores, por ofertarem seus recursos financeiros.

As instituições financeiras intermediadoras têm o papel justamente de fazer a intermediação dos recursos entre poupadores e investidores, quando há interesse de ambos, atendendo a estes em termos de volume financeiro, prazos, risco, custos, etc. Isso pode ser observado no diagrama da Figura 1. Operações financeiras intermediadas são as que as instituições financeiras interpõem suas próprias obrigações no processo de canalização de recursos do poupador último ao investidor último. Como por exemplo, os bancos que captam depósitos, assumindo obrigações dos depositantes e utilizando esses recursos para comprar ativos sob a forma da dívida dos tomadores.

Figura 1. Intermediação financeira



Fonte: FGV.

A visão clássica focaliza o comportamento dos poupadores como condição para realização de investimentos, menosprezando o papel da intermediação financeira. Adota-se aqui a visão keynesiana, que foca no papel das instituições e mercado financeiros para viabilização de investimentos e do crescimento econômico. Não se nega que a poupança influencie as decisões de investir, uma vez que o empresário deverá estar seguro de que conseguirá obter os recursos (chamados de financiamento) necessários para a realização do

investimento. Porém, os obstáculos a serem enfrentados pelos investidores não são criados pelos poupadores, mas pelos mercados monetário e financeiro (CARVALHO, 2003).

“Keynes recusa a ideia de que poupadores financiem investimento em qualquer sentido. Poupança é uma alocação de um fluxo de renda recebido em um período. Financiamento é a reserva de parte do estoque de moeda em circulação em um dado instante para utilização em data posterior. Financiamento não utiliza renda em nenhum sentido. Trata-se de retirar, em um dado momento, moeda de circulação, mantendo-a em reserva para uso na ocasião. Financiamento, assim, é um problema a ser resolvido no sistema monetário, não na interação entre investidores e poupadores, onde quer que esta última possa se dar (CARVALHO, 2003, p.4)”.

Segundo Schmitt (2003), os intermediadores financeiros têm cinco funções:

1) Agrupar os recursos dos pequenos poupadores. Muitas vezes há demandantes de grandes quantidades de recursos no mercado para pequenas quantidades individuais de vários poupadores. Isso seria muito ineficiente sem os intermediários financeiros, que atraem recursos para os investidores, assim como permitem aos poupadores participarem de grandes investimentos.

2) Fornecer de custódia, contabilidade e mecanismos de pagamento para recursos. Isso tudo pode ser feito pelos intermediários financeiros a custos muito menores, por realizarem esses procedimentos em larga escala, diminuindo assim o custo por transação.

3) Fornecer liquidez. Referente à facilidade (incluindo custos) a qual recursos são convertidos em ativos e vice-versa. Os intermediários financeiros facilitam essa conversão mantendo e estimulando um grande fluxo de recursos sob sua custódia, capaz de atender o mais rapidamente possível às demandas dos agentes.

4) Diversificar o risco. A intermediação financeira fornece aos poupadores uma ampla gama de opções para aplicação de seus recursos, permitindo que diversifiquem seu portfólio, diminuindo o risco, sendo isso possível mesmo com uma pequena quantidade de recursos financeiros.

5) Coletando e processando informações. Essa é uma função na qual os intermediadores financeiros são especialistas, utilizando conhecimento e ferramentas que os agentes em geral não têm, para analisar assimetrias de informações nos mercados, avaliar oportunidades e precificar riscos.

Diversos são os trabalhos que procuram avaliar a correlação entre o papel dos intermediários financeiros e variáveis reais, como o crescimento econômico. Para Scholtens e Wensveen (2003), esses intermediários conferem dois importantes benefícios: o aumento do nível de investimento e poupança, e um aumento de eficiência na alocação de fundos financeiros.

Seguindo nesse sentido, Levine (2011) fala sobre a posição de arbitragem das instituições financeiras no processo de crescimento econômico, decidindo o direcionamento do crédito, quem poderá começar um novo negócio ou investir na acumulação de capital humano e quem não poderá, etc. Enfim, tendo poder de influência sobre a eficiência de alocação de recursos, natureza do mercado de trabalho e sobre o horizonte financeiro de cada pessoa.

Dentre alguns resultados de estudos sobre o tema, destaca-se os seguintes:

- Países com melhores desempenhos de seus sistemas financeiros cresceram mais rápido por várias décadas (LEVINE; ZERVOS, 2008);
- Avanços na operação de sistemas financeiros aceleraram a taxa de crescimento de diversas economias (HABER et al., 2003).

Uma sugestão em Levine (2011), seria o monitoramento do uso dos investimentos pelas instituições financeiras após financiar as empresas, um ingrediente essencial para impulsionar a operação eficiente das empresas e instituições, evitando gastos excessivos, fraudes e contribuindo com o crescimento econômico, além de fornecerem a opção de diversificação e gestão de risco, encorajando mais e maiores projetos de investimentos.

De acordo com a moderna teoria da intermediação financeira, os intermediários financeiros, representados em maior parte por bancos, existem porque as imperfeições de mercado impedem os poupadores e investidores de negociarem diretamente de maneira ótima. Essa seria a função dessas instituições, justificando a cobrança dos custos de transação pela realização do serviço. Mas é importante lembrar que no mundo real, os intermediários financeiros não se consideram como tais, fazendo a intermediação entre poupadores e investidores ou monitorando investimentos. “That is not their job. They deal in money and in risk, not in information *per se*” (Scholtens; Wensveen, 2003, p. 23). Eles atraem poupança e emprestam aos investidores, adicionando valor ao combinar as necessidades de ambos os agentes, a um preço que equilibre a demanda e oferta de dinheiro. Isso é um processo criativo que não pode ser caracterizado pela redução de assimetria de informações, mas pela análise de risco (SCHOLTENS; WENSVEEN, 2003).

Outro ponto importante pode ser observado a partir da abordagem da dinâmica de mercado de Schumpeter (1912), que analisa as inovações (como novos produtos e métodos de distribuição) e o ganho proporcionado, em termos de vantagem competitiva, em um mercado em constante desenvolvimento.

Assim ocorre também com o sistema financeiro, a partir do desenvolvimento de novos produtos e serviços financeiros, como swaps, opções, futuros, garantias, caixas eletrônicos, maior diversidade de títulos, dentre muitos outros. Essas novidades devem ser vistas em uma perspectiva evolucionária. Essa evolução acontece com frequência em diversos lugares de diferentes modos e intensidades. As instituições financeiras tendem a se tornar mais similares e complexas conforme se desenvolvem e, de fato, pode-se observar que hoje elas são muito diferentes daquelas existentes no século passado (SCHOLTENS; WENSVEEN, 2003).

A competição entre as instituições financeiras as induzem a diminuir as taxas cobradas por seus serviços e melhorar a qualidade dos mesmos serviços prestados. Esse aumento na eficiência, principalmente na alocação de crédito, reduz a proporção de maus empréstimos e seus efeitos colaterais. O desenvolvimento financeiro favorece a competição entre as empresas, ampliando as possibilidades de crescimento para todas as instituições e todos os dependentes de crédito e serviços financeiros (LEVINE, 2011).

O processo de criação de valor se intensifica justamente por meio da concorrência entre as instituições estabelecidas no mercado e as entrantes, o que estimula a inovação de novos produtos financeiros e aquisição de outros já existentes, mas ainda não utilizados por determinada instituição financeira. A criação de valor é o que destacará uma instituição no mercado.

“Value creation for the customer is the rationale of intermediary activity. Value creation justifies transaction costs paid to the intermediary. The value that a financial intermediary creates results from the qualitative asset transformation it performs. The core of this qualitative asset transformation is risk transformation” (SCHOLTENS; WENSVEEN, 2003, p. 38).

Gorton e Winton (2002) aborda a questão da monitoração dos intermediários. Já que os poupadores não confiam mais seus recursos diretamente aos investidores, não se ocupando assim com os esforços de monitorá-los, e emprestam aos intermediários que, por sua vez, aplicam os recursos, então não deveriam estes ser monitorados? Para o autor, a participação dos intermediários nesse processo será possível, uma vez que os custos de

monitorar e emprestar aos intermediários são menores que monitorar e emprestar aos investidores. Também seria necessário um contrato entre poupadores e intermediários, no qual a instituição intermediária se comprometa com um pagamento aos poupadores, que só pode ser alcançado diante de um monitoramento adequado aos investidores, caso contrário o intermediário arcaria como custos não pecuniários, como custos de falência e perda de reputação. Assim, os poupadores arcaiam com custos bem menores e não haveria necessidade de monitoramento por parte deles.

Isso será possível aos intermediários se houver um grande número de poupadores capazes de cobrir os custos de monitoramento dos investidores. Quanto maior for o número de poupadores e a quantidade de recursos, maior é o intermediário financeiro. Quanto maior for o intermediário, mais capaz será de diversificar suas aplicações. E, nesse sentido, diversificar se torna um conceito chave na capacidade do intermediário em honrar seus compromissos com os poupadores. Desse modo, a intermediação financeira é uma opção menos custosa e mais eficiente do que a ligação direta entre poupadores e investidores (GORTON e WINTON, 2002).

A questão do monitoramento dos intermediários financeiros vai muito além da capacidade de poupadores como pessoas físicas ou poupadores institucionais. Casos de corrupção nas empresas, má conduta dos investidores e crises financeiras como a de 2008, levantam, mais uma vez, perguntas sobre como e por quem deveriam ser realizados esses monitoramento e fiscalização.

Apesar das recentes crises pós-neoliberalismo causarem uma forte sensação de que os mercados precisam ser fortemente regulados, Levine (2011) aponta uma série de trabalhos (como o de SHLEIFER e VISHNY, 1998; e BARTH, CAPRIO e LEVINE, 2006) que mostram que agências reguladoras acabam por prejudicar o mercado financeiro, mesmo quando a intenção é protegê-lo, como o controle governamental sobre o crédito, que tende a diminuir a qualidade desse serviço.

Esses trabalhos indicam que grandes grupos utilizam essas políticas em benefício próprio e não para a sociedade. Isso ocorre em diversos países, seja Brasil, México, Paquistão ou EUA, onde os bancos de controle governamental, protegidos ou favorecidos pelo agente público, são associados a um menor crescimento e, por sua vez, não concedem financiamentos em igual condição a todos os agentes, mas àqueles politicamente conectados, gerando corrupção. Mesmo um governo com boas intenções e informações superiores sobre investimento social, acaba não alcançando os resultados desejados, devido a fatores de ineficiência do próprio Estado.

“I am not arguing that government interventions have never had positive effects or that they never will; rather, I am simply observing that the accumulated stock of evidence suggests that directed credit-type policies are not, in general, an effective mechanism for promoting inclusive growth. Indeed, the accumulated evidence advertises the comparative advantage of an alternative financial regulatory strategy” (LEVINE, 2011, p.17).

Berth, Caprio e Levine (2006) apresentam alguns pontos para a construção de uma estratégia regulatória financeira: focar em transparência e competição, e não distorcer perversamente os incentivos dos participantes do mercado financeiro. Os reguladores devem forçar as instituições financeiras a disponibilizar todas as informações de maneira transparente e de fácil entendimento, assim como também deveriam remover barreiras ao aumento da concorrência, e não impor barreiras, já que a concorrência estimula a eficiência e a eficácia das instituições financeiras. Essa regulação deve fazer o uso correto de políticas de incentivos, de maneira a estimular o aumento da qualidade dos serviços prestados, e não causar distorções no mercado financeiro. Essa estratégia promoveria um crescimento duradouro e inclusivo.

Após a crise financeira de 2008 seria necessária mais regulamentação? Os EUA, epicentro da crise, já tem muitas regulamentações e reguladores poderosos, mas que não seguiram regras básicas como as apontadas anteriormente. Levine (2011) mostra, por meio de exemplos, como essas regras não foram seguidas pelo governo americano. A transparência foi prejudicada. Prejudicou-se também a competição, criando-se barreiras aos credores e acionistas. Os efeitos das políticas de incentivo foram ignorados (incentivos perversos), levando instituições financeiras a tomarem muitos riscos. Assim, não foi a falta de regulamentação, mas a má regulamentação que permitiu o colapso do sistema financeiro.

Focando na realidade brasileira, Carvalho (2005) aborda a estrutura financeira dominada por bancos, setor que é altamente concentrado. Alguns pontos são apresentados em vista de tornar o sistema financeiro brasileiro mais funcional:

- 1) Redução do peso da dívida pública no setor financeiro. Sem uma solução para a dívida pública, tentativas de dar mais funcionalidade ao sistema financeiro se tornam mais difíceis. Uma das razões mais sérias que levam o sistema a ser disfuncional para o crescimento é a exagerada proporção de recursos captados que são absorvidos pelo setor

público, em condições que excluem a possibilidade de desenvolvimento de mercado privados.

2) Redução do poder de monopólio do setor bancário. Em uma situação de concorrência oligopolística, a competição entre as instituições pode ser intensa, mas resulta em poucos benefícios aos seus clientes, que arcam com um alto custo do capital. É necessário que se explorem novos canais de intermediação, paralelos ao sistema bancário.

3) Ampliar opções disponíveis de ativos reais e financeiros. É necessário aumentar as possibilidades de acumulação de ativos reais e financeiros. Dentre os ativos reais, o principal é o imóvel residencial. Dos ativos financeiros, a poupança tem sido a única opção para a maioria das pessoas, é preciso ampliar opções.

A melhor funcionalidade do sistema financeiro não está relacionada apenas à medidas estruturais. Algumas medidas exigem bem menos esforços, como a redução do peso dos depósitos compulsórios, mantidos em níveis muito altos (CARVALHO, 2005).

Tendo em vista os investimentos produtivos, a Cepal (2002) aponta, ainda, mais uma importante iniciativa: o desenvolvimento do mercado de capitais. Esse mercado proporciona novas formas de intermediação financeira, que não de cunho estritamente bancário e seu desenvolvimento gera novos produtos financeiros, agentes e mercados. Se conduzido corretamente, os efeitos do desenvolvimento do mercado de capitais sobre a poupança, investimentos produtivos e concorrência institucional tendem a ser bastante positivos.

Capítulo 2: Sistema Financeiro Nacional

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é formado por um conjunto de instituições financeiras privadas e públicas, instrumentos e mercados agrupados em rede. Por meio do SFN, se realiza a transação de recursos de agentes geradores de poupança e, portanto, capazes de financiar o crescimento da economia, para agentes carentes de recursos para investimentos, cujas oportunidades de gasto são maiores que sua renda. O SFN é marcado pela presença de conglomerados financeiros, criados a partir de uma política de concentração bancária desenvolvida nas últimas décadas, principalmente por meio de fusões, aquisições e de incentivos à capitalização das empresas (ASSAF NETO, 2006).

Nesse processo, os bancos foram incentivados pelos ganhos de escala, menores custos e menores taxas de juros, dando maior segurança para o sistema como um todo, verificando-se também, a intensificação do papel dos bancos privados como financiadores das diversas esferas do setor público.

Em 1987, o Conselho Monetário Nacional (CMN) permitiu que intermediários financeiros englobassem atividades até então segmentadas por instituição, que passaram a ter maior diversidade de produtos financeiros, o que modificou a estrutura bancária. Até o começo da década de 1990, devido a alta inflação, essas instituições obtinham grande parte de seus rendimentos através das transferências inflacionárias (floating) e da chamada “ciranda financeira”, que consistia simplesmente em giro de capital especulativo sem produtividade (PINHEIRO, 2014).

Após a estabilização macroeconômica, o SFN passou por transformações e as fontes dos rendimentos dos bancos não podiam mais ser as mesmas. Assim o grande número de agências teve que diminuir, pois não era mais uma questão de abrangência, mas de oferecer serviços de qualidade a seus clientes. Ocorreram medidas de restrição ao crédito ao consumidor e grande elevação dos depósitos compulsórios, o que fragilizou os bancos, tornando necessária a intervenção do governo para refortalecer o setor.

A partir de meados da década de 1990, os processos de fusões se intensificaram e passou a haver entrada de estrangeiros no mercado bancário, liberada pelo Banco Central. Seguindo estratégias do Banco Central, os bancos estrangeiros injetaram consideráveis volumes de recursos em bancos privados. A concentração aumentou e surgiram novos conglomerados, nacionais e estrangeiros, que foram se tornando cada vez mais fortes (PINHEIRO, 2014).

A estrutura do SFN é composta por órgãos normativos, supervisores e operadores, agrupados de acordo com questões monetárias, de previdência e de seguros.

2.1 Órgãos Normativos

Os órgãos normativos têm como função regulamentar e fiscalizar as instituições componentes do sistema financeiro, mas não como um órgão executor, ou seja, define políticas e diretrizes a serem seguidas por aquelas, mas não as executa. Esses órgãos são três: Conselho Monetário Nacional (CMN), Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC).

2.1.1 Conselho Monetário Nacional

O CMN é o órgão deliberativo máximo do sistema financeiro do país, tendo a finalidade de elaborar a política monetária e creditícia de acordo com a Lei nº 4.595 (1964), visando o desenvolvimento econômico e social do país. Integram o CMN o Ministro da Fazenda (Presidente), o Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e o Presidente do Banco Central do Brasil. Dentre algumas de suas funções cabe citar: propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras e orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014).

2.1.2 Conselho Nacional de Seguros Privados

O CNSP é o órgão responsável por fixar as diretrizes e normas da política de seguros privados. É composto pelo Ministro da Fazenda (Presidente), representante do Ministério da Justiça, representante do Ministério da Previdência Social, Superintendente da Superintendência de Seguros Privados, representante do Banco Central do Brasil e representante da Comissão de Valores Mobiliários. Compete a esse órgão funções como: regular a constituição, organização, funcionamento e fiscalização dos que exercem atividades subordinadas ao SNSP, bem como a aplicação das penalidades previstas, estabelecer as diretrizes gerais das operações de resseguro e disciplinar a corretagem de seguros e a profissão de corretor (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014).

2.1.3 Conselho Nacional de Previdência Complementar

O CNPC é um órgão colegiado que integra a estrutura do Ministério da Previdência Social e cuja competência é regular o regime de previdência complementar, operado pelas

entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão). É composto por representantes da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), da Secretaria de Políticas de Previdência Complementar (SPPC), da Casa Civil da Presidência da República, dos Ministérios da Fazenda e do Planejamento, Orçamento e Gestão, das entidades fechadas de previdência complementar, dos patrocinadores e instituidores de planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar e dos participantes e assistidos de planos de benefícios das referidas entidades. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014 e PREVIDENCIA.GOV.BR).

2.2 Órgãos Supervisores

Os órgãos supervisores estão subordinados aos órgãos normativos, e como o seu próprio nome diz, são encarregadas de supervisionar as demais instituições do sistema financeiro, sendo capazes, também, de editar normas e parâmetros para a transferência de recursos entre os agentes. Essas entidades são quatro: Banco Central do Brasil (Bacen), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Superintendência de Seguros Privados (Susep) e Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC).

2.2.1 O Banco Central do Brasil (Bacen)

O Bacen é o principal executor das orientações do CMN e tem a responsabilidade de assegurar o equilíbrio monetário do país. É por meio do Bacen que o Estado intervém diretamente no sistema financeiro e, indiretamente, na economia. Seus objetivos são: zelar pela adequada liquidez da economia, manter as reservas internacionais em nível adequado, estimular a formação de poupança, zelar pela estabilidade e promover o permanente aperfeiçoamento do sistema financeiro. Dentre algumas de suas atribuições estão: emitir papel-moeda e moeda metálica, exercer o controle de crédito, exercer a fiscalização das instituições financeiras, controlar o fluxo de capitais estrangeiros no país e efetuar operações de compra e venda de títulos públicos federais (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014).

2.2.2 Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

A CVM é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, responsável por regulamentar, desenvolver, controlar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários brasileiro (sob orientação do CMN), que é dividido em três grandes grupos: instituições de mercado (bolsas de valores), companhias abertas e investidores. Dentre suas funções estão:

assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão, proteger os titulares de valores mobiliários, assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e sobre as companhias e promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014).

2.2.3 Superintendência de Seguros Privados (Susep)

A Susep é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, responsável pelo controle e fiscalização do mercado de seguro, previdência privada aberta e capitalização. É executora da política traçada pelo CNSP. Algumas de suas atribuições são: atuar no sentido de proteger a captação de poupança popular que se efetua por meio das operações de seguro, previdência privada aberta, de capitalização e resseguro; zelar pela defesa dos interesses dos consumidores dos mercados supervisionados; promover o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos operacionais a eles vinculados; promover a estabilidade dos mercados sob sua jurisdição; zelar pela liquidez e solvência das sociedades que integram o mercado (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014).

2.2.4 Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc)

A Previc é uma autarquia vinculada ao Ministério da Previdência Social, responsável por fiscalizar as atividades das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão). A Previc atua como entidade de fiscalização e de supervisão das atividades das entidades fechadas de previdência complementar e de execução das políticas para o regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas de previdência complementar, observando, inclusive, as diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014).

2.3 Órgãos Operadores

Os órgãos operadores do sistema financeiro podem ser bancários (que são capazes de emitir moeda escritural e captadores de depósitos a vista) ou não bancários (não tendo essas capacidades). As instituições financeiras podem atuar de duas formas, segundo Pinheiro, 2014:

- Instituições financeiras mediadoras: realizam funções de comissionados (atuam como agentes entre os compradores e vendedores e fundos,

colocando-os em contato e cobrando uma comissão por isso), mediador (atuam por conta própria e risco em uma transação de valores, tomando posições próprias e compartilhando o risco de carteira) e *market maker* (instituições que mantem uma carteira própria de valores e fazem cotações continuamente sobre os valores para os que foram contratados, estando dispostos a comprar e vender pelo preço que publicam). Ex: corretoras

- Instituições financeiras intermediadoras: operam alterando a estrutura dos ativos financeiros, arrecadando recursos mediante a oferta de toda uma série de produtos financeiros que colocam entre os investidores, e em seguida emprestando esses recursos entre os demandantes de fundo. Ex: bancos comerciais e bancos múltiplos.

A seguir será apresentada uma lista, baseada nas informações disponíveis no site do Banco Central (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014), com os diversos tipos de instituições financeiras operadoras, cada uma delas sob a vigilância de seus respectivos órgãos supervisores e, em seguida, será apresentado um quadro resumo do Sistema Financeiro Nacional (Figura 1):

- Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista: Bancos Múltiplos com carteira comercial, Bancos Comerciais, Caixa Econômica Federal e Cooperativas de Crédito.
- Bancos de Câmbio: instituições financeiras autorizadas a realizar, sem restrições, operações de câmbio e operações de crédito vinculadas a câmbio e receber depósitos em contas sem remuneração.
- Bolsas de Mercados e Futuros: Associações privadas civis, com objetivo de efetuar o registro, a compensação e a liquidação, física e financeira, das operações realizadas em pregão ou em sistema eletrônico.
- Bolsas de Valores: As bolsas de valores são sociedades anônimas ou associações civis, com o objetivo de manter local ou sistema adequado ao encontro de seus membros e à realização, entre eles, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado por seus membros e pela CVM.

- Resseguradores: Entidades, constituídas sob a forma de sociedades anônimas, que têm por objeto exclusivo a realização de operações de resseguro e retrocessão.
- Sociedades seguradoras: são entidades especializadas em pactuar contrato, por meio do qual assumem a obrigação de pagar ao contratante (segurado), ou a quem este designar, uma indenização, no caso em que advenha o risco indicado e temido, recebendo, para isso, o prêmio estabelecido.
- Sociedades de capitalização: são entidades que negociam contratos (títulos de capitalização) que têm por objetivo o depósito periódico de prestações pecuniárias pelo contratante, o qual terá, depois de cumprido o prazo contratado, o direito de resgatar parte dos valores depositados corrigidos por uma taxa de juros estabelecida contratualmente.
- Entidades abertas de previdência complementar: são entidades que têm por objetivo instituir e operar planos de benefícios de caráter previdenciário, concedidos em forma de renda continuada ou pagamento único, acessíveis a quaisquer pessoas físicas.
- Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão): são organizadas sob a forma de fundação ou sociedade civil, sem fins lucrativos e são acessíveis, exclusivamente, aos empregados de uma empresa ou esfera política.
- Demais instituições financeiras e administradores de recursos de terceiros.

Figura 2. Composição do Sistema Financeiro Nacional

Orgãos normativos	Entidades supervisoras	Operadores		
Conselho Monetário Nacional - CMN	Banco Central do Brasil - Bacen	Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista	Demais instituições financeiras	Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros
	Comissão de Valores Mobiliários - CVM	Bolsas de mercadorias e futuros	Bolsas de valores	
Conselho Nacional de Seguros Privados - CNSP	Superintendência de Seguros Privados - Susep	Sociedades seguradoras	Sociedades de capitalização	Entidades abertas de previdência complementar
		Resseguros		
Conselho Nacional de Previdência Complementar - CNPC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC	Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)		

Fonte: elaboração a partir das informações do site do Bacen.

Todas essas instituições que compõem o SFN atuam e realizam suas funções no Mercado Financeiro. O Mercado Financeiro e os mercados que o compõem serão abordados na próxima subseção.

2.4 Mercado Financeiro

O mercado financeiro representa uma parte do mercado na qual ocorre o intercâmbio de ativos financeiros, determinando seus preços, entre agentes superavitários e agentes deficitários. Esse mercado deve proporcionar um ambiente de troca transparente (obtenção de informações de maneira fácil e barata) e livre (sem limitações a entrada ou saída de compradores e vendedores, e liberdade para negociações e formação de preços), de modo que cumpra suas funções de estabelecer contato entre os agentes, proporcionando liquidez aos ativos com reduzidos prazos e custos de transação. Tudo isso contribui para aproximação do conceito de “perfeição do mercado” de acordo com a teoria econômica. Uma característica mais importante para se avaliar essa “perfeição” é a eficiência do mercado, que será vista no tópico 2.5.

Esse mercado subdivide-se em quatro: Mercado Monetário, Mercado de Crédito, Mercado de Câmbio e Mercado de Capitais. Na prática, esses mercados muitas vezes se confundem, permitindo que as várias operações financeiras interajam por meio de um amplo sistema de comunicações. A taxa de juros é uma referência comum para as diversas negociações, funcionando como uma moeda de troca entre esses mercados (ASSAF NETO, 2007).

2.4.1 Mercado Monetário

O mercado monetário envolve as operações de curto e curtíssimo prazo, proporcionando um controle ágil da economia e das taxas de juros básicas pretendidas pela política econômica das autoridades monetárias. Os papéis que lastreiam as operações desse mercado caracterizam-se pelos reduzidos prazos e alta liquidez. Esses papéis são, principalmente, emitidos pelo Tesouro Nacional para o financiamento do orçamento público, além de outros títulos públicos emitidos pelos estados e municípios, Certificados de Depósitos Interfinanceiros (CDI), Certificados de Depósitos Bancários (CDB) e Debêntures (ASSAF NETO, 2007).

A maior parte desses títulos é escritural e suas negociações são controladas e custodiadas pelos sistemas Selic e Cetip. De acordo com o Banco Central do Brasil (2014), o Selic é o depositário central dos títulos que compõem a dívida pública federal interna de emissão do Tesouro Nacional e, também, um sistema eletrônico de liquidação bruta em tempo real no qual é efetuada a liquidação das operações de mercado aberto e de redesconto com títulos públicos. Os títulos são todos escriturais.

A Cetip é depositária principalmente de títulos de renda fixa privados, títulos públicos estaduais e municipais e títulos representativos de dívidas de responsabilidade do Tesouro Nacional. Existem títulos transacionados na Cetip que são emitidos em papel, por comando legal e são fisicamente custodiados pelo registrador. As operações de compra e venda são realizadas no mercado de balcão, incluindo aquelas processadas por intermédio do CetipNet (sistema eletrônico). Dependendo da operação, a liquidação é em D ou D+1 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014).

Tanto o Selic como a Cetip tem como objetivo garantir a liquidação das operações do mercado monetário e ambas divulgam duas importantes taxas de juros, a taxa Selic e a taxa Cetip. A taxa Selic, representando a taxa de juro por dia útil, é formada pelas negociações que envolvem os títulos públicos, referenciando o custo do dinheiro no mercado. A taxa Cetip determina os juros dos títulos privados que são mais altos que a taxa

Selic. Hoje, ambas as taxas têm liquidação no momento zero e as diferenças entre as mesmas são pequenas, geralmente relacionadas a natureza dos títulos (privado e público).

Quando a autoridade monetária considerar necessária uma intervenção no mercado monetário visando o controle da liquidez, isso ocorrerá no mercado aberto, onde serão comprados ou vendidos seus títulos diariamente, realizando, assim a política monetária.

2.4.2 Mercado de Crédito

De acordo com Assaf Neto (2007), o Mercado de Crédito visa suprir as necessidades de caixa de curto e médio prazo dos agentes, seja por meio da concessão de crédito à pessoa física ou ao financiamento de pessoa jurídica. Essas operações são realizadas por instituições financeiras bancárias. Os produtos e serviços financeiros têm se desenvolvido e diversificado. Dentre as diversas modalidades de crédito estão as contas garantidas, *hot money*, crédito direto ao consumidor (CDC), créditos rotativos, etc. Todas essas modalidades procuram atender a todos os tipos de demanda por crédito com um grande número de opções quanto a volumes de empréstimos, prazos, riscos e meios de realização de crédito.

No Sistema Financeiro Nacional há a Central de Risco de Crédito (CRC), que contém informações de crédito de todo sistema financeiro, que são gerenciadas pelo Bacen e tem o objetivo de prevenir eventuais problemas no mercado de crédito. Uma parte dessas informações é passada às instituições financeiras e outra parte é reservada para uso do Banco Central, visando contribuir para a gestão de risco.

2.4.3 Mercado de Câmbio

No Mercado Cambial ocorrem as operações de compra e venda de moedas internacionais conversíveis e trocas de agentes residentes com o exterior. Os importadores e investidores internacionais, por exemplo, representam a demanda por moeda estrangeira. Outros, como os exportadores e turistas que vão para o exterior, representam a oferta de moeda estrangeira. Essas operações de câmbio são supervisionadas pelo Banco Central e visam o controle das reservas cambiais e manutenção do valor da moeda nacional, e processam-se por meio de operadores de câmbio, que são os especialistas em câmbio e as corretoras de câmbio. No Brasil, as operações com moedas estrangeiras só podem ser realizadas por meio das autoridades monetárias (ASSAF NETO, 2007).

No Brasil adota-se uma taxa de câmbio flutuante suja, ou seja, deixa-se o câmbio variar conforme as demandas e ofertas de moedas do mercado, mas com ocasionais

intervenções do Governo, para conter variações drásticas no câmbio ou valoriza-lo ou desvaloriza-lo, a fim de favorecer o crescimento econômico. Recentemente, o Bacen tem feito uso de suas reservas cambiais para conter a alta do dólar (diretamente) e da inflação (indiretamente), vendendo dólares e mantendo o valor do real.

2.4.4 Mercado de Capitais

O Mercado de Capitais compreende um conjunto de instituições e instrumentos que negociam títulos de valores mobiliários, direcionando os recursos entre compradores e vendedores, disponibilizando às empresas condições de captarem recursos de maneira mais direta com os investidores, objetivando a realização de projetos de investimentos, de médio e longo prazo.

Esse mercado surgiu para atender a uma demanda que o mercado de crédito não era mais capaz de sustentar, objetivando garantir um fluxo de recursos nas condições adequadas em termos de prazos, custos e exigibilidades. Seu surgimento foi fundamentado em dois princípios: contribuir para o desenvolvimento econômico, atuando como propulsor de capitais para os investimentos, estimulando a formação de poupança privada; e permitir e orientar a estruturação de uma sociedade pluralista, baseada na economia de mercado, com participação coletiva na riqueza e nos resultados da economia (PINHEIRO, 2014).

O mercado de capitais pode ser visto como uma alternativa às aplicações tradicionais em produtos oferecidos pelos bancos e pelo governo, com um menor custo de financiamento para as empresas e maior acesso ao capital por parte do público em geral. Esse mercado subdivide-se em outros dois; o mercado de renda fixa, que compreende os títulos de dívida, e o mercado acionário, onde se realizam as transações com ativos de patrimônio líquido.

Em geral, no Brasil, o mercado de capitais tem sido representado pelo mercado acionário, uma vez que operações com títulos da dívida de longo prazo ficam praticamente restritas ao fornecimento por órgãos estatais e a financiamentos internacionais.

Dentro do mercado acionário, há ainda dois segmentos complementares: o mercado primário e o mercado secundário de ações. No primeiro, ocorre o lançamento inicial de títulos no mercado, havendo a transferência direta de recursos dos investidores para as empresas. No segundo, acontecem as transações de títulos entre investidores, não havendo, portanto, transferência direta de recursos para as empresas. Assim, a maior liquidez do mercado secundário se torna uma condição para a existência do mercado primário.

2.5 Mercados Eficientes de Capitais

A Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) foi proposta por Eugene Fama em 1970 e tem sido um dos assuntos mais importantes e polêmicos da teoria de finanças nas últimas décadas. De acordo com a HME, um mercado eficiente é aquele que reflete rapidamente todas as informações disponíveis sobre determinado ativo em seu preço, impossibilitando ganhos extraordinários, ou seja, as informações são incorporadas no preço quase que imediatamente, não dando vantagem a um investidor específico de obter maiores ganhos com alguma informação. Os ganhos anormais ou extraordinários representam a diferença entre o retorno efetivo e o retorno esperado. Os preços devem seguir um caminho aleatório para a validação da HME. Assim, os investidores só obterão a taxa normal de retorno do investimento, que será proporcional ao risco da aplicação, do mesmo modo as empresas deverão receber o valor justo dos seus títulos, que será igual ao valor presente, não existindo oportunidades de enganar os investidores.

Entretanto, segundo Fama (1970), para o funcionamento do mercado eficiente é necessária três condições: todas as informações devem estar disponíveis a todos os participantes do mercado; todos os participantes concordam quanto às interpretações a respeito das informações; e inexistência de custos de transação.

Na verdade, essas condições não são necessárias, mas suficientes para formação de mercados eficientes. Desequilíbrios de preços poderiam ocorrer, mas de maneira isolada e irrelevante. A HME implica na eliminação de muitas estratégias de geração de valor, dado seu caráter restritivo.

Ross, Westerfield e Jaffe (2009), citam algumas dessas estratégias: (a) os administradores não podem escolher o momento mais apropriado para lançar obrigações e ações; (b) a emissão de ações adicionais não deve reduzir o preço de mercado da ação; e (c) os preços de ações e obrigações não devem ser afetados pela escolha do método contábil por uma empresa.

Fama (1970) teria descrevido um mercado perfeito. Um mercado eficiente de capitais seria menos restrito, requerendo eficiência de alocação e operacional. Para ser eficiente operacionalmente, basta que os intermediários financeiros realizem as operações a um custo mínimo, garantindo o retorno de seu trabalho. Será eficiente em alocação, se as poupanças forem alocadas de forma a produzirem investimentos que beneficiem a todos. (FAMA, 1970 apud COPELAND; WESTON, 1992).

Para Pinheiro (2014), os fatores que contribuiriam para um mercado eficiente são:

- A informação econômico-financeira, tanto das empresas quanto da economia;
- A continuidade e densidade das transações;
- Existência de um grande número de ativos negociados;
- Diversificação na distribuição dos títulos entre os investidores;
- Facilidade de transferência de ativos financeiros;
- Existência de especulação moderada;
- Normalização das operações.

Tudo isso fomentaria o funcionamento eficiente dos mercados, possibilitando o incremento de bem-estar geral da sociedade, facilitando a localização eficiente de recursos e a competitividade do sistema produtivo que fornecerá seus serviços ao menor custo possível.

2.5.1 Tipos de Eficiência

O nível de eficiência de um mercado distingue-se pela relação entre preço e informação. A teoria de finanças define três níveis de eficiência de mercado que se originam na HME: a forma fraca, a forma semiforte e a forma forte. Tais formas serão explicadas a partir da obra de Ross, Westerfield e Jaffe, (2009).

Forma Fraca. Um mercado eficiente na forma fraca será aquele que refletir integralmente toda informação relacionada aos preços passados de uma ação, como taxas de retorno e volumes de negociação. O histórico dos preços é uma informação muito fácil de ser adquirida, o que torna a forma fraca de eficiência o tipo menos exigente de eficiência.

Se fosse possível obter lucros extraordinários encontrando padrões nos comportamentos de preços passados, isso seria feito por todos, e os lucros desapareceriam. A competição faria com que as regularidades cíclicas observadas desaparecessem, restando apenas uma flutuação aleatória. Essa suposição também compromete a análise técnica, um conjunto de ferramentas utilizado para observação de padrões e tendências de preços utilizado até hoje.

Segundo alguns especialistas em finanças há, algumas vezes, a correlação serial envolvendo uma única ação. Trata-se da correlação entre a taxa de retorno corrente de um

título e a taxa de retorno do mesmo título em um período posterior. Um coeficiente de correlação positivo ou negativo significa que o preço passado tem alguma influência sobre preços posteriores, ocasionando ineficiência de mercado. As análises apresentadas pelos autores (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2009) sobre as ações das dez maiores empresas norte-americanas demonstram um coeficiente de correlação bem próximo de zero, e podem ser considerados condizentes com a hipótese de eficiência de mercado.

Um coeficiente de correlação serial igual a zero seria compatível com a hipótese de *random walk*, na qual o preço de uma ação é completamente aleatório em relação a seu preço em outro período.

Forma Semiforte. Essa forma pressupõe que os preços refletem todas as informações disponíveis publicamente, logo após divulgadas, englobando, portanto, a forma fraca. Assim, os investidores não poderão obter lucros acima da média por meio da posse de quaisquer informações. Um dos testes dessa forma, apresentado pelos autores (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2009) é o *Estudo de Eventos*, que procura examinar se as informações de determinado período afetam exclusivamente o mesmo período, de modo que uma informação passada não tivesse nenhum efeito sobre o preço presente ou futuro por exemplo.

Em geral, os estudos indicam a eficiência de mercado, ao observar exemplos de ativos que depois de divulgada certa informação, passam a tê-la incorporada em seus preços de maneira bem precisa; como há, também, uma grande quantidade de estudos em relação ao desempenho de fundos mútuos que fazem uso de toda informação publicada e, em média, não apresentam retornos maiores que o mercado.

Isso não significa que um investidor não possa ter lucros acima da média do mercado, mas que é difícil encontrar provas disso. Porém, há outros estudos que contestam a hipótese, dizendo que há preços que reagem muito lentamente às informações, não sendo possível identificar a eficiência do mercado.

Forma Forte. O mercado será eficiente na forma forte quando os preços refletirem todas as informações existentes, estando publicamente disponíveis ou não, assim, engloba a forma semiforte. Nessa hipótese de eficiência não há muito o que ser discutido, uma vez que poucos se oporiam ao fato de que um indivíduo que tiver informações que ninguém mais tem, poderia fazer uso delas e obter lucros anormais, e conseqüentemente o mercado seria ineficiente na forma forte.

Há estudos que analisam, por exemplo, o grupo de investidores chamados de *insiders* (gestores e membros do conselho), que têm acesso a informações privilegiadas dentro de uma empresa. Em geral, órgãos do governo exigem que os *insiders* relatem qualquer transação de ações da empresa que realizarem, para a verificação de ocorrência de ganhos anormais por parte desses *insiders*, o que caracterizaria irregularidade. Somente se isso não ocorrer o mercado será eficiente na forma forte e, na verdade, os ganhos anormais nessas situações têm ocorrido segundo esses estudos.

A Figura 3 apresenta um esquema com os diferentes níveis de eficiência nos mercados financeiros.

Figura 3. Diferentes níveis de eficiência



Elaboração própria (baseada em Ross, Westerfield e Jaffe, 2009).

A HME ainda é uma das teorias mais aceitas em finanças, tendo evidências mais favoráveis à eficiência fraca e semiforte, e tem sido desenvolvida e complementada nos últimos anos. Apesar de haver estudos que rejeitam a HME, em alguns desses pode ser observado a plausibilidade da HME no longo prazo. Muitos autores questionam a hipótese em determinados aspectos, outros a defendem dizendo que é apenas mal compreendida. Os estudos continuam a fim de se obter melhores evidências.

2.5.2 Contestações a Hipótese dos Mercados Eficientes

Há uma grande quantidade de estudos, principalmente de base empírica, que apoiam a HME, entretanto, é crescente o número de estudos que contestam essa teoria. Nos anos 1990, com o desenvolvimento da computação, foi possível o aprofundamento dos

estudos na área, e observou-se um maior e mais detalhado número de anomalias em termos de retorno de ativos financeiros. Essas anomalias começaram a, cada vez mais, questionar a HME, além de ser evidente que os pressupostos propostos pela teoria dificilmente ocorre na realidade, principalmente o da racionalidade dos investidores. Em 1991, Fama, visando se adequar aos novos estudos, simplificou sua teoria, que a partir de então, implicaria apenas que, em um mercado eficiente, o preço dos títulos representaria completamente todas as informações disponíveis.

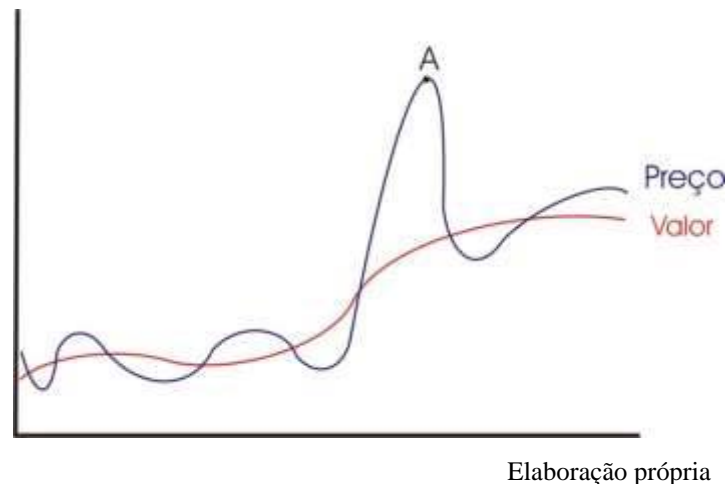
Dentre as diversas anomalias estudadas, cabe aqui citar duas como exemplo:

- **Padrões temporais de retorno de títulos.** Estudos relatam padrões temporais nos retornos de títulos, que são mais altos ou mais baixos de acordo com o dia da semana ou com o mês do ano. Analisou-se o período entre 1962 e 1978, e verificou-se que às segundas-feiras os retornos são muito mais baixos do que em outros dias da semana (-33,5%). Em relação aos meses do ano, observou-se em diversas pesquisas que o mês de janeiro apresenta retornos mais elevados que em outros meses. As pesquisas variam em período, variações dos retornos e a causa dos mesmos, mas não deixam de por em prova a HME (BROWN et. al. 2004).
- **Otimismo e pessimismo exagerados.** A partir da dificuldade dos investidores de analisar corretamente as tendências dos preços, alguns ativos são superestimados ou subestimados. Alguns investidores não reconhecem o conceito de “retorno à média”, e quando um ativo apresenta bom desempenho, esses investidores o compram sem levar em conta que pode estar muito valorizado e regredir à média. De modo contrário, podem ser demasiadamente pessimistas em relação a um ativo que acumule quedas sucessivas, acreditando que continuará a cair indefinidamente. É nessas situações que costumam se formar bolhas (infladas também pela especulação), que ao estourar, traz os preços de volta ao seu valor fundamental (FAMA et al. 2007).

A Figura 4 representa uma demonstração da oscilação do preço em torno do real valor (termo que será mais bem explicado em análise fundamentalista) de um título. Raramente o preço será igual ao valor do título. Em determinados momentos poderá ocorrer, por exemplo, expectativas superestimadas em relação ao preço, levando estes a se afastarem muito do valor, formando, como já mencionado, uma bolha, que atinge o ponto

A no gráfico e após a correção do preço (estouro da bolha), este volta a oscilar novamente em torno do valor real do título.

Figura 4. Preço x Valor



Em 1991, em seu novo artigo, Fama admite que os retornos possam ser influenciados por retornos passados dos dividendos e de variáveis monetárias, dentro de diferentes estruturas temporais, o que rejeita a ideia de retornos constantes da teoria dos mercados eficientes. Fama passa a basear-se no problema da previsibilidade dos retornos, ao invés das versões das formas fraca, semiforte e forte, e incluindo nos testes de previsibilidade variáveis como a taxa de juros e o retorno de dividendos (LIMA, 2003).

Lima (2003) analisa em seu artigo diversos trabalhos que contestam a HME e observa que a literatura inicial de Fama (1970) não considerou autocorrelações diárias e semanais no retorno dos ativos como sendo relevantes contra a HME. Essas correlações foram desconsideradas por terem valores muito próximos de zero (exemplificado na descrição da forma fraca). Isso foi contestado por outros autores (SHILLER, 1984; SUMMERS, 1986) que demonstraram modelos nos quais os preços das ações apresentam grande volatilidade, se afastando de seus reais valores, mas que em um período de tempo menor também apresentam autocorrelação reduzida. Alta volatilidade não condiz com a HME.

Outro princípio da HME bastante contestado é o de que os investidores se baseiam em princípios comuns de racionalidade. Na verdade, as opiniões dos investidores podem ser influenciadas pelas suas crenças e sentimentos, que divergem entre eles. O mercado estaria, dessa forma, composto por agentes “não-tão-rationais”, que se baseiam em

pseudo-informações (chamados *noisy traders*). Se fossem erros de julgamento aleatórios, estes se cancelariam, mas são erros persistentes e similares entre os *noisy traders* que afetam o mercado financeiro (LIMA, 2003).

Diante dessas divergências, outras teorias e análises começam a se destacar, como as análises técnica e fundamentalista, que passam a, cada vez mais, serem vistas como ferramentas na orientação das decisões de investimento, sendo amplamente desenvolvidas nas duas últimas décadas.

Outro campo de estudo recente, é o das finanças comportamentais, que embora ainda não tenha uma teoria unificada, procura explicações para as anomalias do mercado, por meio do estudo de vários fatores psicológicos de indivíduos e grupos, inclusive contando com a cooperação de psicólogos para explicar o que as teorias mais tradicionais da economia ainda não o fizeram.

Nos parágrafos seguintes serão apresentadas, de maneira sucinta, essas três áreas.

Análise Fundamentalista: É um importante instrumento de análise de ações que avalia tópicos relacionados ao desempenho das empresas, utilizando fundamentos econômico-financeiros para determinação do valor da empresa e concluir sobre suas perspectivas. Utiliza-se nessa avaliação, toda a informação (principalmente fatores que explicam o valor intrínseco da empresa, chamados de valores fundamentalistas) disponível no mercado, sobre determinada empresa a fim de se obter seu verdadeiro valor e formular uma recomendação de investimento na empresa ou não (compra ou venda da ação). Essa análise procura antecipar o comportamento futuro da empresa buscando oportunidades de retornos acima da média, supondo-se assim que o mercado não seja eficiente no curto prazo, ainda que possa ser no longo prazo (PINHEIRO, 2014).

Os investidores dedicados à análise fundamentalista acreditam que o preço de mercado e o valor intrínseco ocasionalmente diferem, porém eles reconhecem a discrepância e a corrigem. Caso essa diferença seja grande o suficiente, o investidor decidirá vender ou comprar a ação da empresa (se o preço for maior que o valor, vende, do contrário, compra). Para isso será necessário um trabalho superior de estimação de valores intrínsecos para se tomar decisões superiores ao *timing* do mercado e isso só acontecerá se houver dois fatores: o investidor deverá fazer estimativas corretas e estas devem ser diferentes do consenso. Assim, a diferença entre os analistas superiores e inferiores é a capacidade de estimar os dados usados pelos modelos utilizados na análise de empresas (REILLY; NORTON, 2008).

O valor intrínseco de uma ação em uma análise fundamentalista é determinado, segundo Pinheiro (2014), pelos seguintes fatores:

- 1) Demonstrações financeiras passadas, bem como outras informações passadas relevantes;
- 2) Situação atual da economia e estimativas futuras de variáveis que influenciarão todas as ações;
- 3) Grau de confiança do investidor em relação ao grau de intervenção governamental;
- 4) Lucro esperado em exercícios futuros;
- 5) Investimentos realizados e a realizar; e
- 6) Fontes de financiamento utilizadas.

Dessa forma, percebe-se a provável ineficiência do mercado, uma vez que é possível obter retornos acima da média a partir da análise das informações disponíveis no mercado, que ocorrerá de acordo com a capacidade dos investidores, podendo encontrar discrepâncias entre preço e valor.

Análise Técnica: Esse tipo de análise tem origens bem antigas, datando de mais de 300 anos atrás. Se baseia no estudo de movimentos de preços e volumes de títulos negociados no passado, com o objetivo de fazer previsões sobre o comportamento futuro dos preços. A análise faz uso de gráficos do histórico de preços, procurando tendências que possam direcionar decisões sobre investimentos e não se importa com fatores fundamentalistas, econômico ou políticos. Assim, a análise gráfica seria a única coisa necessária para predição de tendência, não se importando com a razão que a provoca (PINHEIRO, 2014).

Os pressupostos da análise técnica chocam-se com os do mercado eficiente. De acordo com Reilly e Norton (2008, p. 223), “os analistas técnicos acreditam que, quando novas informações chegam ao mercado, elas não se tornam disponíveis imediatamente a todos, mas geralmente se disseminam dos profissionais informados ao público investidor agressivo e só depois à grande massa de investidores. Além disso, os investidores não analisam as informações e agem imediatamente. Esse processo leva tempo.” Nesse claro contraste com HME, os analistas procuram por tendências refletidas pela mudança gradual dos preços em relação às informações.

A análise técnica tem uma infinidade de ferramentas, métodos e estratégias para se posicionar em investimentos através de gráficos de preços e volume. Basicamente, são utilizados gráficos de *candlesticks* (velas), que representam o preço em um período de tempo, deixando evidente a abertura, fechamento e variação do preço no período. Como exemplo, podem ser citadas como ferramentas mais simples de análise gráfica, as bordas de Bollinger e o volume de negociações, que podem ser observados na Gráfico 4.

Gráfico 4. Gráfico de *candlestick* diário das ações da Ambev S/A



Fonte: seguro.apligrاف.com.br/webfeed/xpi/

As bordas de Bollinger são utilizadas como indicador, no qual os preços se situam entre as bandas superior e inferior e, uma vez que os preços “toquem” uma das bandas, estes devem recuar ao centro. As bandas são calculadas a partir da média móvel dos preços (padrão de 20 dias), com base no desvio-padrão dos preços em relação à média. O indicador de volume de negociações (barras azuis na parte inferior do gráfico) costuma ser utilizado em conjunto com outro indicador, como as bandas de Bollinger, para confirmar ou não a força de uma tendência. Caso o volume de negociações seja alto, este dará força à tendência, seja de queda ou alta; do contrário, seria um sinal de dúvida para a continuação do movimento do preço.

Finanças comportamentais. Com início nos anos 1990, os estudos sobre finanças comportamentais representa um novo ramo de pesquisa dentro da economia financeira. Surgiu da necessidade de se obter explicações às perguntas deixadas pelo modelo financeiro convencional de comportamento racional e maximização de lucros, sendo que este passou a ser considerado incompleto. Os defensores das finanças comportamentais analisam uma série de fatores psicológicos que afetam o modo como os indivíduos (também grupos, analistas e gestores de fundos) investem, ou seja, procuram entender implicações sistemáticas de processos psicológicos de decisão em relação ao mercado financeiro (REILLY; NORTON, 2008).

São inúmeros os vieses cometidos pelos investidores que afetam negativamente seus investimentos. Um deles é a propensão dos investidores de manterem ações “perdedoras” por um longo tempo e vender “ganhadoras” rápido demais. Isso seria devido ao fato de que, em parte, os investidores temem muito mais o prejuízo do que valorizam o ganho de mesmo tamanho. Esse fato pode ser explicado pela teoria do prospecto de Daniel Kahneman, que afirma que “a utilidade depende dos desvios em relação aos pontos de referência mutáveis, e não à riqueza absoluta” (REILLY; NORTON, 2008, p. 222). Kahneman demonstrou em suas pesquisas que, em determinadas situações de incerteza, as pessoas tendem a adotar princípios genéricos de decisão que frequentemente contradizem a teoria da maximização da utilidade esperada, com decisões bem menos racionais.

2.5.3 Perspectiva sobre a eficiência dos mercados

Após o exposto, pode-se perceber que Mercados Financeiros desenvolvidos muitas vezes atendem aos requisitos de eficiência, principalmente, na forma semiforte da HME. São exemplos clássicos: a reação dos preços de ativos à notícias inesperadas quanto a mudanças políticas; movimentos militares; catástrofes ambientais; anúncios de mudanças na forma de registrar fatos contábeis acontecendo antes da abertura do mercado. Com isso, não é possível a obtenção de lucros acima da média.

Por outro lado, também é evidente a existência de vieses comportamentais e de precificação de ativos, que tornam possível aos analistas, tanto técnicos quanto fundamentalistas, alcançarem consistentemente retornos acima da média, ao fazerem um trabalho superior de análise que antecipe movimentações de preços.

A área de finanças (ou economia) comportamental surge justamente para tentar explicar tais vieses do ponto de vista psicológico, não com a intenção de substituir a teoria

financeira tradicional, mas de complementá-la, demonstrando como os agentes em geral são suscetíveis a tomadas de decisões irracionais frente a determinadas situações.

Diante desses consideráveis avanços na teoria e análises financeiras, é evidente o avanço do Mercado de Capitais em termos de eficiência informacional, o que torna o jogo mais duro para os agentes do mercado, por ser mais difícil a identificação de oportunidades de obtenção dos sonhados retornos extraordinários. Porém, a plena eficiência do mercado não parece estar perto de ser alcançada, na verdade, é cada vez mais evidente que nunca ocorra, apesar de constante aprimoramento.

Para dar consistência a essa ideia, melhor seria observar um dos maiores investidores da atualidade, Warren E. Buffett, e seus ensinamentos, recebidos em grande parte de Benjamin Graham, um dos criadores do *Value Investing*.

Diante do relato de muitos acadêmicos que afirmaram que o mercado acionário é eficiente, não havendo ações sub ou sobrevalorizadas e que os investidores que obtêm retornos acima da média do mercado são meramente sortudos, Buffett apresenta em seu ensaio de 1984, um grupo de investidores que ano após ano tem obtido retornos acima do índice de 500 ações da Standard & Poor's. Esses investidores já eram pré-identificados por Buffett como investidores superiores por seguirem os princípios do *Value Investing*, mostrando que o sucesso deles não foi por casualidade.

“Estou convencido de que existe muita ineficiência no mercado. Esses investidores de Graham-e-Doddsville exploraram com sucesso a lacuna entre preço e valor. Quando o preço de uma ação pode ser influenciado por uma “manada” em Wall Street, com preços estabelecidos, na margem, pela pessoa mais emocional ou mais gananciosa ou mais deprimida, é difícil defender a posição de que o mercado sempre gera cotações racionalmente. Na verdade, com frequência, os preços de mercado são insensatos” (BUFFET, 1984 apud GRAHAM, 2007, pg 591).

Ainda restaria a questão: Se essa estratégia de Graham-Dodds, por exemplo, teve êxito, então haveria um grande aumento no número de seus seguidores a ponto de reduzir a diferença entre preço e valor, tornando o mercado mais eficiente, reduzindo a eficácia dessa estratégia de investimento. Mais uma vez é possível contar com a experiência de Buffett (1984), que afirma que 50 anos após a revelação deste “segredo” e 35 anos praticando-o, ele não observou tendência de aumento em investimento (em valor) e que era

bem provável que continuasse assim. Investindo em ações desde 1955, Buffett tem hoje um retorno médio anual três vezes maior que o S&P 500 e seu fundo de investimentos superou o mercado em 40 dos últimos 48 anos, segundo um artigo da revista Exame de novembro de 2013 (FILGUEIRAS, 2013). Contudo, são poucos os que se aproximam do sucesso que Warren Buffett obteve com investimentos.

O debate sobre a eficiência do mercado permanece até hoje. Dois dos três ganhadores do Nobel de Economia de 2013 têm ideias opostas sobre o tema. Robert Shiller, estudioso das finanças comportamentais defende que os mercados são ineficientes; já Eugene Fama defende o contrário, não sendo possível vencer a média do mercado no longo prazo. Se ambos os pontos de vista são dignos de Nobel, não há intenção aqui de contradizer um ou outro autor, mas apontar algumas evidências significativas, como a de que existem sim ineficiências no mercado, mas que elas são muito difíceis de serem exploradas para a maioria dos investidores, que no longo prazo tendem a acompanhar a média do mercado e que o preço das ações é composto por seu valor fundamental e uma boa dose de emoções.

Capítulo 3: O Mercado de Capitais Brasileiro

O mercado de capitais brasileiro apresentou um significativo crescimento e desenvolvimento desde o início deste século. Apesar de nos anos mais recentes ter apresentado alguns indícios de contenção desse crescimento, pode-se relatar um mercado bem diferente do período dos anos 1990 ou anterior, no qual os acionistas minoritários eram muito mais desrespeitados e o cenário econômico era caótico.

Essa mudança vai além de melhores números nas estatísticas do mercado ao expor também, uma evolução conceitual. O avanço tem acontecido em relação a princípios e práticas que procuram garantir a manutenção das empresas no longo prazo, como a democratização do mercado, melhores práticas de governança corporativa e ética, com maior transparência na divulgação das informações, visando assim também, melhores relações com os investidores.

De 1996 a 2001, o mercado acionário passava por uma crise, com o número de empresas listada em bolsa e o volume de negociações em queda, ano após ano, além do fechamento de capital por várias empresas. A mudança ocorreu, principalmente, a partir de 2002, com pressões dos investidores estrangeiros e institucionais e por meio de medidas como mudanças na legislação e implementação do Plano Diretor do Mercado de Capitais, que buscava a isonomia competitiva e condições de eficiência para o mercado.

Há também uma significativa melhora no quadro econômico com os resultados obtidos, principalmente, no “tripé econômico” (superávit primário, metas de inflação e câmbio flutuante), com estabilização da inflação e melhora no perfil de endividamento público. Alguns resultados dessas transformações podem ser vistos em um período posterior como o ano de 2007, demonstrado na Tabela 2.

Tabela 2. Indicadores do mercado acionário brasileiro

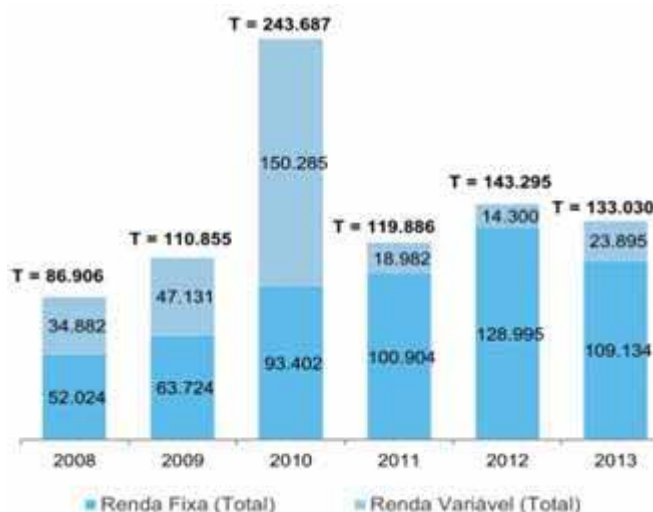
Indicador	2002	2007
Capitalização de mercado (R\$ bilhões)	438	2.478
Volume diário de operações (R\$ bilhões)	600	4900
IPOs – número	1	64
Ibovespa (pontos – mil)	11,3	63,9
Companhias no nível mais alto de governança	2	92
Clubes de investimento	250	2.147

Fonte: Pinheiro (2014)

Em 2008, o Plano Diretor do Mercado de Capitais foi revisado e atualizado, observando o desempenho do mercado de capitais brasileiro no período de 2002 a 2008, frente a conjuntura nacional e internacional, a fim de tirar lições para formulação de novas medidas para manter o contínuo desenvolvimento do mercado.

O mercado de capitais brasileiro subdivide-se basicamente em mercado de renda fixa e mercado de renda variável. O primeiro é composto por títulos de dívidas e o segundo movimenta ativos de patrimônio líquido. Historicamente, o mercado de renda fixa recebeu maiores quantidades de recursos, principalmente por oferecer menor risco diante das débeis condições econômicas do país. Porém, o mercado acionário (representado em sua maior parte pela renda variável, e as vezes tratado como similares), tem grande destaque no desenvolvimento do mercado de capitais, por oferecer maiores oportunidades de crescimento tanto para empresas e investidores quanto para o próprio país, uma vez que oferece também, opções de investimento em renda fixa e em outros mercados como o monetário e o de câmbio. Na Gráfico 5 é possível identificar o volume em renda fixa e variável, transacionado no mercado de capitais brasileiro nos últimos anos.

Gráfico 5. Oferta de renda fixa e variável (R\$ milhões)



Fonte: Anbima (2014)

Apesar de avanços, o mercado acionário brasileiro ainda é incipiente e não tem muita atratividade como destino de investimentos por parte das pessoas físicas brasileiras que, de acordo com analistas do mercado, têm pouco conhecimento sobre as vantagens e meios de se aplicar na renda variável, preferindo menor risco e menor retorno.

Há também alguns “mitos” sobre esse mercado, como por exemplo, ser “lugar para os mais afortunados” e “precisar ser expert para investir”. Hoje, não há nem 600 mil CPFs cadastrados na BM&FBovespa, cerca 0,3% da população brasileira, sendo que uma considerável parte destes é inoperante; enquanto que nos EUA, por exemplo, a porcentagem da população com recursos aplicados em bolsa chega a mais de 50%. E não é verdade que mais da metade dos americanos seja rico ou expert em bolsa. (EMPIRICUS RESEARCH, 2014)

Não pode ser ignorada, também, a persistência de antigos problemas como o descaso com acionistas minoritários, remunerações excessivas de executivos de empresas, utilização de informações privilegiadas, falta de transparência, inclusive por parte do Governo em relação às empresas estatais de capital aberto, que aos olhos do mercado tem interferido demasiadamente nas decisões dessas empresas. O cenário econômico atual, não tem sido mais animador, apresentando dificuldades para a atratividade de investimentos, com inflação pressionando o teto da meta, juros altíssimos e deterioração das contas públicas.

É importante ressaltar que, apesar de no Capítulo 1 ter sido indicado que o tomador de recursos é o investidor e que quem empresta é o poupador, neste capítulo e em outras partes deste trabalho, os poupadores são frequentemente chamados de investidores e assim também o são na prática, pois estes escolhem exatamente onde e como querem aplicar seus recursos, não sendo assim um ato estrito de poupança, por se tornarem sócios da empresa.

Outra ressalva a ser feita é sobre a intermediação financeira. Como abordado no Capítulo 1, tomando-se como base as teorias da intermediação financeira, o sistema bancário sempre foi o principal intermediário financeiro, e o mercado de capitais era considerado o local da desintermediação, ou trocas diretas entre tomadores e poupadores. No entanto, as corretoras, por exemplo, são consideradas intermediárias financeiras, devido ao complexo papel que desempenham, incluindo as funções dos tradicionais intermediadores financeiros e na orientação dos investidores (poupadores).

Nos próximos tópicos será apresentada, mais detalhadamente, a situação do mercado de capitais brasileiro, principalmente o mercado acionário, bem como as características e críticas pertinentes a este. Antes, porém será feita uma abordagem sobre a relação entre o mercado de capitais/acionário e o crescimento econômico.

3.1 Mercado de Capitais e Crescimento Econômico

Existem poucos estudos sobre a relação entre mercados de capitais e crescimento econômico, também pela dificuldade em encontrar pontos de causalidade entre ambos. Alguns estudos chegam ainda a contestar a importância do mercado de capitais. Mas há alguns trabalhos que apontam uma correlação positiva entre mercado de capitais e crescimento econômico.

Bekaert e Harvey (1997), analisam teoricamente a importância do mercado de capitais através de alguns pontos:

1. Capacidade de diversificação. Com a existência do mercado de capitais, existe maior possibilidade de diversificação de investimentos, o que os torna mais seguros, assim como a captação de recursos pelas empresas é mais facilmente realizada.

2. Risco moral (*moral hazard*). O mercado de capitais tem a capacidade de atenuar o risco moral. Uma das maneiras de impedir que *insiders* se beneficiem de recursos da empresa além do que lhes convém (prejudicando a empresa), é através dos títulos de dívida, que aumentam a fração de participação do capital detido pelos *insiders*, o que aumenta o risco de falência caso estes tomem “decisões imprudentes”. Contratos vinculativos de performance no longo prazo por parte dos *insiders* também ajudam nesse sentido.

3. Mudança de propriedade. O mercado de ações disciplina os administradores das empresas através da mudança de propriedade. Se o administrador não estiver fazendo um bom trabalho, o preço das ações de sua empresa declinará até abaixo de seu potencial de valor, sendo alvo de investidores que comprarão essas ações desvalorizadas, diminuindo a fração de participação dos administradores.

4. Inovação. O mercado de capitais fornece recursos para o desenvolvimento de inovações, financiando os empreendedores que, sem esse mercado, teriam opções de financiamento muito mais limitadas.

5. Liquidez e eficiência. A liquidez do mercado de capitais é de suma importância, revelando informações sobre as empresas a partir da variação do preço das suas ações e permite que transações ocorram instantânea e continuamente. Um mercado mais eficiente transmitira informações mais seguras e precisas, permitindo o melhor funcionamento do mesmo e beneficiando os agentes participantes como um todo.

Dessa forma, um mercado de capitais bem desenvolvido ajuda a alinhar os interesses dos administradores e dos acionistas, aumentando a eficiência alocativa e o crescimento econômico.

Dudley e Hubbard (2004), ampliam a lista acima analisando os resultados dos mercados de capitais mais desenvolvidos do mundo, EUA e a Inglaterra, em relação a mercados de capitais menos desenvolvidos, Europa e Japão. Os primeiros países citados apresentaram melhores performances econômicas nos seguintes aspectos: maior crescimento da produtividade, maior crescimento dos salários reais, maiores oportunidades de empregos, melhor estabilidade econômica e maior crescimento na proporção de casas próprias.

Outro estudo importante é o de Levine (1997), que destaca o papel da liquidez dos mercados de capitais. Muitos investimentos rentáveis requerem longos períodos de comprometimento do capital investido, mas os investidores frequentemente não estão dispostos a abster-se de suas poupanças durante tanto tempo. A liquidez também torna os investimentos menos arriscados, uma vez que é fácil se desfazer de ações. Ao mesmo tempo, as empresas continuam a utilizar o mesmo montante de recursos nela investidos.

Levine (1997) também faz uma análise empírica do fato. O autor ranqueou 38 países (de variados níveis de desenvolvimento) de acordo com o grau de liquidez de seus respectivos mercados acionários, dividindo-os em quatro grupos e os analisou no período de 1976 a 1993. Os países que tinham os mercados mais líquidos em 1976 foram os que apresentaram maior crescimento econômico no período 1976-1993. O autor ainda ressalta que, de acordo com suas análises empíricas, não é necessariamente o tamanho do mercado ou a volatilidade das ações que importam para o crescimento econômico, mas a facilidade (eficiência) com que as ações são negociadas.

Indo além do crescimento econômico, Pinheiro (2014) aborda o papel do mercado de capitais no desenvolvimento econômico. Observando os mercados financeiros e tomando como exemplo o mercado de crédito, é evidente que este canaliza os recursos dos poupadores para as oportunidades de negócios, promovendo o crescimento da economia, mas não necessariamente o seu desenvolvimento.

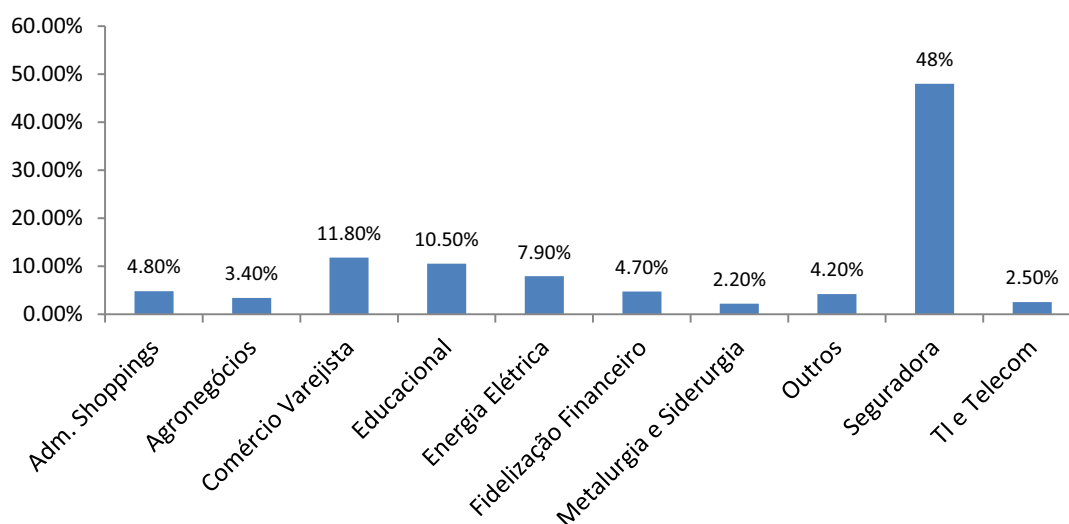
“Isso acontece porque a forma como canalizam recursos por meio da aplicação financeira para os superavitários e crédito para as empresas representa um aumento em endividamento e, conseqüentemente, comprometimento de resultados futuros com credores financeiros. Já a canalização de recursos por meio do mercado de capitais dá-se pela busca de novos sócios para os empreendimentos que a empresa necessita fazer. O mercado de capitais e, especificamente, o mercado primário de ações, constituem possibilidades importantes para a realização de investimentos com riscos diluídos e representam

uma das maiores fontes de desenvolvimento econômico” (PINHEIRO, 2014, p. 193)

3.2 A BM&FBovespa

A única Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros em operação no Brasil é resultado de uma fusão, ocorrida em 2008, entre a Bovespa Holding S.A. e a BM&F S.A. A nova bolsa formou-se como uma sociedade de capital aberto, que se tornou a terceira maior bolsa do mundo em valor de mercado, em preços da época de R\$ 31 bilhões, e hoje é a bolsa oficial do Brasil com cerca de 370 empresas que chegam a valer em conjunto R\$2,32 trilhões (JORDÃO, 2014), representando 80% do volume negociado de ações da América Latina (PINHEIRO, 2014). Esse volume pode ser dividido por setores, representados no Gráfico 6.

Gráfico 6. Ações por setor (volume)



Fonte: Anbima (2014)

A Nova Bolsa, como também é chamada, oferece uma série de oportunidades e vantagens com a negociação de títulos e valores mobiliários. Para os investidores, a vantagem está na possibilidade de comprar e vender em um mercado com maior liquidez, transparência e com mais opções de investimento. Para as corretoras de valores, há a ampliação de seu mercado de atuação, maior número de investidores em atuação e economia com despesas operacionais. Para o país, representa uma bolsa forte e adequada ao seu porte, fortalece as empresas nacionais, é capaz de disputar mercados globais tendo controle de capital nacional, além de demonstrar, também, a força da economia nacional

com uma das maiores do mundo e com melhores condições de resistir a turbulências internacionais (PINHEIRO, 2014).

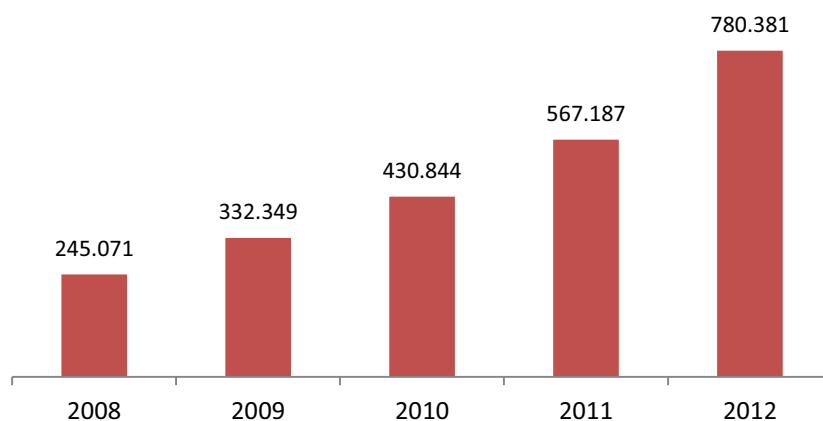
Qualquer pessoa física, jurídica ou instituição financeira pode entrar na bolsa após fazer os devidos registros e contratos. A pessoa física deve estar cadastrada em uma corretora de valores que disponibilizará o *Homebroker*, meio eletrônico pelo qual serão feitas as negociações na bolsa. As negociações podem ser feitas também pela mesa de operações da corretora, bastando entrar em contato com os consultores. Vale lembrar que na BM&FBovespa as corretoras e empresas estarão sujeitas à fiscalização da CVM, assim como qualquer movimentação dentro da bolsa, seja de recursos, informações ou cadastros. Todas as negociações dentro da bolsa devem ser realizadas durante o pregão, no qual os preços devem ser públicos, deve haver legitimidade de compra e venda, com o vendedor e o comprador honrando suas posições por meio da declaração de “negócio fechado” por suas respectivas corretoras.

Na BM&FBovespa há quatro mercados disponíveis para aplicações:

- Mercado a vista: negociam-se ações em lote padrão e em lotes fracionários (em quantidades inferiores a esse lote). Há prazo de liquidação física e financeira regulamentados pela Câmara de Liquidação.
- Mercado a termo: onde se compra ou vende ações, a um preço fixado, com liquidação diferida, ou seja, em data futura, consistindo em uma operação de financiamento, com liquidação a critério do comprador.
- Mercado futuro: as partes acordam a compra e venda de ações individuais a um determinado preço para liquidar em determinada data futura, com a possibilidade de ajustes diários.
- Mercado de opções: são negociados direitos de compra e venda de ações, com preços e prazos preestabelecidos em contrato.

Toda essa diversidade de opções, com maior segurança e menores custos, tem contribuído para o aumento do número de negócios na bolsa nos últimos anos (que foi acompanhado proporcionalmente pelo volume financeiro), como pode ser observado no Gráfico 7.

Gráfico 7. Número de negócios (média diária)



Fonte: BM&FBovespa (2013)

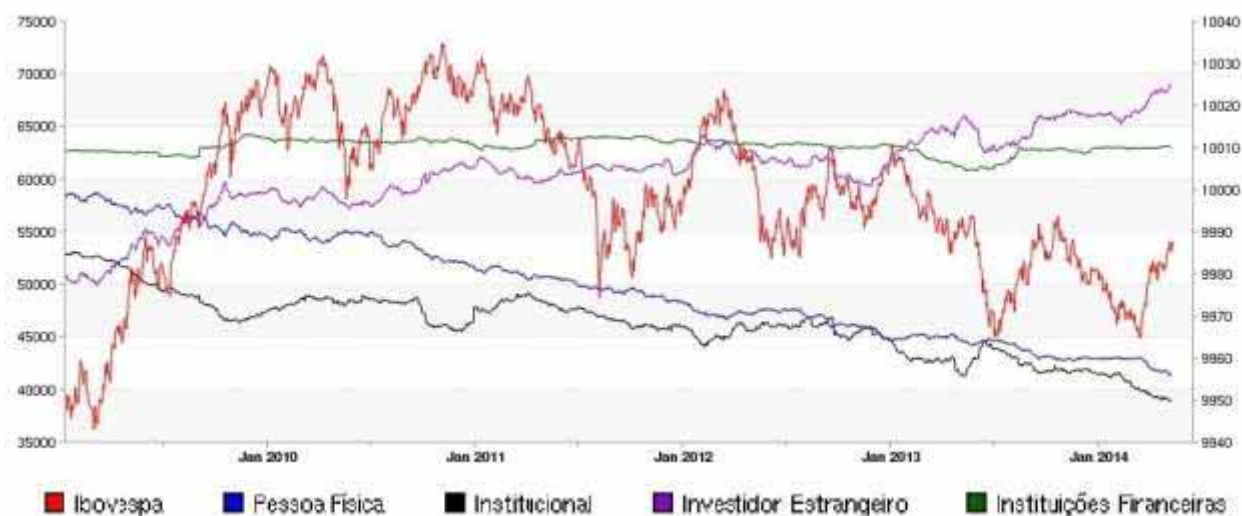
3.3 Composição da BM&FBovespa e entraves ao desenvolvimento do mercado acionário

Como já mencionado antes, uma bolsa de valores é composta principalmente por: a) investidores, que podem ser pessoas físicas e jurídicas; b) empresas propriamente ditas, que abrem seu capital ao mercado; c) intermediadores financeiros; e d) investidores institucionais.

A participação de cada um desses agentes variou ao longo da história da bolsa brasileira devido a diversos fatores, como a conjuntura econômica, expectativa de lucros e a própria regulamentação da bolsa.

As bolsas de valores brasileiras, em geral, sempre tiveram forte presença do capital estrangeiro, que se caracterizou predominantemente especulativo, aproveitando-se de eventos episódicos para realização de lucros. Com a BM&FBovespa não tem sido diferente. O último boletim sobre o mercado de capitais da ANBIMA (2014), mostra que cerca de 58,1% dos investidores da bolsa brasileira são estrangeiros (72,5% destes são americanos), 31% são investidores institucionais e 10,9% são pessoa física. Desse modo, o capital estrangeiro tem influenciado bastante o desempenho da bolsa. O gráfico 8 evidencia a variação da participação de cada agente nos últimos anos.

Gráfico 8. Participações na BM&FBovespa



Fonte: bolsafinanceira.com (2014)

A grande participação dos investidores estrangeiros na bolsa brasileira é, até certo ponto, positiva, ao gerar maior liquidez e obviamente, servir como financiamento para as empresas receptoras dos recursos. Porém, como é em geral um capital de caráter especulativo, a partir do momento que ocorrer alguma instabilidade no país ou qualquer outro fator que possa afetar as ações negativamente, estes retiram seus recursos da bolsa causando um grande impacto com a volumosa movimentação e tornando esses momentos ainda mais instáveis e negativos.

Em certos períodos da história da bolsa brasileira, esse capital estrangeiro e especulativo prejudicou acionistas (pessoas físicas) brasileiros. Bulhões Pedreira e Lamy Filho (1992) descrevem momentos relativamente longos de valorização de ações sustentada por especuladores profissionais, que atraíam especuladores amadores e até os mais avessos ao risco, com esperanças de realização de lucros fáceis. Esgotando-se a fonte de novos recursos, e iniciando a correção de preços (estouro da bolha), os investidores profissionais rapidamente realizavam seus lucros, restando à grande parte dos outros investidores, arcar com prejuízos. Em geral, os investidores estrangeiros são mais experientes que os acionistas (pessoa física) brasileiros, e esse tipo de prejuízo ocorre da mesma forma até hoje, mas em menor proporção, uma vez que também por esse motivo, a participação da pessoa física vem diminuindo nos últimos anos.

De meados dos anos 1990 até 2009, a participação de pessoa físicas no volume financeiro da bolsa foi crescente devido, principalmente, a melhora das expectativas quanto à estabilização da economia, maior qualidade e transparência das informações,

privatizações e maior desempenho do Ibovespa a partir de 2002. O *rating* soberano do país teve sua nota melhorada no período pelas agências de *rating* internacionais. No começo do século, o Brasil despontou como um dos países mais atrativos para realização de investimentos, fazendo parte do grupo de países (BRIC) com maiores expectativas de crescimento da economia no mundo.

Ao contrário desse período, nos anos mais recentes, a situação é praticamente a oposta. Já intitulado de “tempestade perfeita” pelo ex-ministro Delfim Neto (com o termo tendo sido adotado pelo mercado), o ano de 2014, tem sido um período de intensa volatilidade no mercado, com taxas de inflação e juros altos, deterioração das contas públicas, entre outros problemas. Com muitas incertezas aflorando no mercado e na economia, há um desestímulo dos investidores, principalmente dos amadores, de aplicar em ativos de maior risco como a renda variável.

Outro fator que contribui para a baixa porcentagem de cadastros na bolsa brasileira é o perfil do brasileiro em relação aos investimentos, apontado em um artigo da revista Exame de setembro de 2013, intitulado “A Indústria da Preguiça” (FILGUEIRAS, 2013). Esse artigo aborda o fato de os brasileiros que estão habituados a investirem, estarem acostumados com bons rendimentos (através dos juros altos) e baixo risco (aplicação em poupança), e não possuem muita preocupação (ou “tem preguiça”) em avaliar as condições do investimento, como as taxas cobradas e retornos esperados, bem como a diversidade de alternativas de investimento disponíveis. Um exemplo disso, são as pessoas que recebem seu salário em um banco e aí mesmo investem, sem se preocupar com qualquer número relacionado à aplicação. Uma pesquisa da consultoria britânica Oliver Wyman mostra que 95% dos investidores brasileiros agem dessa forma imprudente (FILGUEIRAS, 2013).

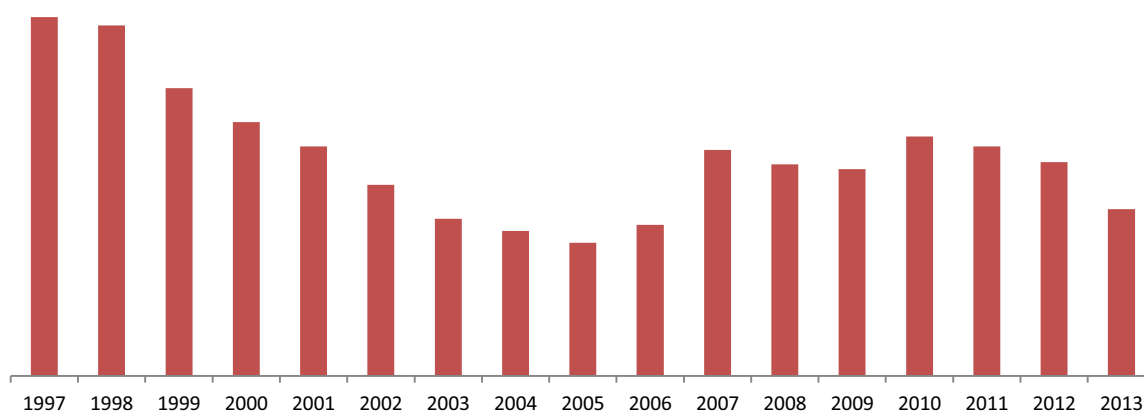
Ainda nesse artigo é relatado que cerca de 4,8 milhões de brasileiros pagam a partir de 3% de taxa de administração (chegando até 5%) em fundos de renda fixa que deveriam cobrar no máximo 1% (FILGUEIRAS, 2013). Segundo consultores financeiros (FILGUEIRAS, 2013), cobrar mais de 2% de taxa de administração é só para fundos mais sofisticados, o que não costuma ser o caso de renda fixa. Além disso, as aplicações em renda fixa trazem retornos pouco acima da inflação, algumas até abaixo. A aplicação em poupança, a mais popular do país, costuma ficar no máximo empatada com a inflação. Enquanto que corretoras oferecem serviços com mesmo risco, rendimentos maiores e custos menores. Esse seria um óbvio exemplo da irracionalidade do mercado, que gera ineficiência no mercado e evidencia o fato de que a educação financeira do brasileiro é

bastante defasada, prejudicando o próprio brasileiro e também dificultando o desenvolvimento do mercado de capitais.

Como se vê no gráfico 8, o número de instituições financeiras permaneceu estável. As instituições financeiras da bolsa são representadas em grande parte pelas corretoras de valores mobiliários. As corretoras é que realizam as compras, vendas e distribuição dos títulos e valores mobiliários representando terceiros, tendo portanto, as funções de intermediar as operações entre seus clientes investidores, a bolsa e empresas, bem como informar e orientar seus clientes. (BM&FBOVESPA.COM). As corretoras têm se desenvolvido consideravelmente, diversificando suas operações, fornecendo os chamados shoppings centers financeiros que abrangem um número bem maior de opções de investimentos, ampliado regras e mecanismos de segurança e desenvolvendo tecnologias que além de mais seguras tornam as transações ainda mais dinâmicas.

Da perspectiva da empresa, segundo uma pesquisa da Deloitte (2010) com 525 executivos americanos, ter o capital aberto ao mercado tem como vantagens, principalmente: o retorno do mercado de capitais, fonte de financiamento e maior exposição da marca e produtos; e desvantagens, como: menor controle e flexibilidade na tomada de decisões, dever de exposição de informações e peso dos requisitos regulatórios. Pode-se observar no Gráfico 9 a evolução da quantidade de empresas listadas na BM&FBovespa.

Gráfico 9. Quantidade de empresas na BM&FBovespa



Fonte: Pinheiro (2014)

A queda do número de empresas no final da década de 1990 até 2005, ocorreu devido à estagnação do mercado primário e perda do dinamismo do mercado secundário,

após um período de forte expansão. Com as medidas tomadas (já citadas), a partir de 2002, e melhora do cenário econômico, há uma recuperação da quantidade de empresas, com o número voltando a ficar acima da média em 2007. Mais recentemente, essa quantidade tem diminuído novamente, inclusive o número de IPOs tem sido baixo, e as perspectivas não são animadoras. Momentos de alta volatilidade e maiores riscos não são favoráveis para apostas na renda variável.

Prevalece assim, a utilização de fontes de financiamento tradicionais por parte das empresas, como o autofinanciamento (lucros retidos) e o financiamento pelo governo (BNDES), com pouca utilização do mercado de capitais (ações e debêntures) como pode-se observar no gráfico 10.

Gráfico 10. Principais fontes de financiamento da indústria e da infraestrutura



Fonte: CVM (2013)

Além da questão cultural brasileira, das exigências burocráticas do mercado e dos altos custos de manutenção do capital aberto pelas empresas, um artigo do Brasil Econômico em novembro de 2013, de Liana Verdini, evidencia a situação através das palavras de Luciana Dias, diretora da CVM, que diz reconhecer a tendência de retração do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos. Algumas medidas de incentivo às pequenas e médias empresas (PMEs), estão sendo estudadas pela CVM e pelo Ministério da Fazenda, como isenção tributárias, mas isso não seria suficiente. Segundo Carlos

Antônio Magalhães, presidente da Apimec-Rio: “Para o mercado crescer é preciso que o país tenha um crescimento sustentado e que o governo não interfira na economia, não congele preços ou mude inesperadamente as regras de precificação de tarifas de empresas importantes, como ocorreu com a Petrobras e com as empresas do setor elétrico. Isso trouxe enorme insegurança para os investidores”.

Uma pesquisa realizada pelo IBRI-Deloitte (2013), com 73 empresas (95% de capital fechado), mostra que por ser a sétima economia do mundo, o Brasil tem um número bem pequeno de empresas na bolsa, ocupando a vigésima sexta posição nesse quesito. A maioria das empresas na bolsa é de grande porte, enquanto que as pequenas e médias empresas (PME) têm maiores dificuldades para abrir seus capitais, apesar de reconhecerem as vantagens do processo.

Segundo essa pesquisa (IBRI-DELOITTE, 2013), uma das maiores dificuldades para abrir o capital em bolsa, apontada pelas PMEs, são: falta de maturidade da empresa, altos custos do processo de IPO, exigências e burocracias excessivas, receio de perda de controle na gestão da empresa, entre outros.

Entretanto, são feitas algumas considerações quanto a esses motivos. É verdade que os custos do IPO devem ser bem analisados antes de se iniciar o processo, porém estudos feitos pela Deloitte em parceria com a BM&FBovespa, com 214 empresas que realizaram seu IPO entre 2005 e 2011 revelam que os custos médios anuais, foram de apenas 3,7% do valor das ofertas feitas no período. Quanto às exigências feitas às empresas para se adequarem à categoria de capital aberto, tais como a maior divulgação de informações e maiores esforços em sua estruturação interna, acabam por ajudar as mesmas, profissionalizando-as ainda mais e induzindo uma atuação mais contundente no setor.

Já a preocupação quanto à perda de controle nas decisões da empresa, é na verdade, uma questão cultural brasileira, na qual as empresas são, em grande parte, de origem familiar, e têm alguns receios quanto aos riscos de se ter o capital aberto, uma visão que precisa ser superada.

A maior entrada das PMEs no mercado acionário pode contribuir para aumento do lucro, dos empregos e, conseqüentemente, dos impostos recolhidos e do PIB. É preciso mostrar isso à sociedade, e romper com os “mitos” da bolsa. Pensando nisso, várias corretoras têm investido bastante na área de educação, para atrair investidores e, inclusive, tendo uma importante receita com essa área. No entanto, são necessários incentivos maiores por parte da iniciativa pública. A necessidade de investimentos no país é urgente em diversos âmbitos, e a entrada de mais empresas na bolsa seria um importante passo, já

que investimento é o principal conceito de uma bolsa de valores. Para se ter uma noção o país com maior número de empresas listadas em bolsa é a Índia com mais de 6.800 empresas (IBRI - DELOITTE, 2013).

Há ainda alguns importantes entraves ao crescimento do mercado acionário que devem ser especificados. Um artigo da Infomoney (MEDEIROS, 2013) resume-os bem:

1. O alto custo do investimento. Como tudo no Brasil, investir também custa caro, principalmente devido à tributação. A alíquota de imposto de renda nos mercados à vista, a termo, futuro e opções é de 15% e é cobrada sobre o lucro mensal do resultado das operações nesses mercados, desde que o total de alienações seja maior que R\$20.000,00. Além das corretagens, que ficam em torno de 0,5% a 2%, taxas de custódia, taxas fixas (em torno de R\$25,00), taxas de liquidação (0,008%) e emolumentos cobrados pela corretora e pela BM&FBovespa, e impostos diferenciados para operações como de *daytrade*, tornam os processos mais complexos e burocráticos.

2. Alta taxa de juros. Além da taxa de juros prejudicar as empresas no papel de investidoras, aumentando seu endividamento ao realizar investimentos, uma taxa de juros muito alta, atrai a poupança para os títulos públicos, que oferecem um retorno considerável (com pouco risco) e deixam, assim, menos recursos disponíveis às empresas.

3. Conjuntura econômica. Como já mencionado, a conjuntura econômica brasileira não vai bem. O endividamento público reduz a capacidade do governo de atuar na resolução de diversos problemas econômico sociais. Baixo crescimento do PIB, diminuindo a expectativa de crescimento do país, com produção industrial quase estagnada e baixa oferta; inflação persistentemente alta, corroendo a renda do brasileiro; câmbio valorizado, prejudicando empresas nacionais com a concorrência dos importados.

4. Incentivos fiscais. As medidas do governo não costumam ser as mais eficientes. Por exemplo, os preços administrados como o do petróleo e energia elétrica, que permanecem apenas temporariamente, podendo sofrer movimentos mais bruscos em prazos maiores. A política de incentivos, como um todo, acabou se tornando uma política de “incentivos perversos” (como abordado no Capítulo 1), como a isenção do IPI que, mais uma vez, permanece temporariamente, mascarando a inflação real e beneficiando determinados setores ou indústrias de maneira insustentável.

3.4 Índices: crescimento e sustentabilidade

Os índices tem a finalidade de servirem como um indicador de desempenho de mercados e segmentos. Cada um possui suas próprias formas de cálculos e metodologia de

composição, agrupando um conjunto de ações de determinado setor ou segmento do mercado. Os índices podem servir de base para comparação com carteiras em relação ao desempenho e para análise da evolução de setores. Pode servir também como um termômetro da economia, devido ao fato de variáveis como taxa de juros, inflação, crescimento do país e nível de emprego estarem refletidos nos preços das ações, em diversas intensidades, mesmo que de forma indireta.

Atualmente há 23 índices na BM&FBovespa com a finalidade, principalmente, de orientar os investidores. O que os diferencia são basicamente as diferentes ações que os compõem e o peso de cada uma no índice. É possível que uma ação esteja presente em mais de um índice.

Os índices são divididos em:

- Índices amplos: Ibovespa – índice Bovespa; IBrX 50 – índice Brasil 50; IBrX 100 – índice Brasil 100; e IBrA – índice Brasil Amplo.
- Índices setoriais: IEE – índice de energia elétrica; INDX – índice industrial; ICON – índice de consumo; IMOB – índice imobiliário; IFNC – índice financeiro; IMAT – índice materiais básicos; e UTIL – índice utilidade pública.
- Índices de sustentabilidade: ISE – índice de sustentabilidade empresarial; e ICON2 – índice carbono eficiente.
- Índices de segmento: MLCX – índice *Midlarge Cap*; SMLL – índice *small cap*; IVBX 2 – índice valor, 2ª linha; e IDIV – índice dividendos.
- Índices de governança: IGCX – índice de ações com nível de governança corporativa diferenciada; IGCT – índice governança corporativa trade; IGC-NM – índice governança corporativa, Novo mercado; e ITAG – índice de ações com *tag along* diferenciado.
- Outros: BDRX – índice de não patrocinados; e IFIX – índice de fundos de investimentos imobiliários.

Na Tabela 3 apresentam-se alguns dados sobre cada índice.

Tabela 3. Índices

Índice	Ano de criação	Nº de empresas listadas	Valor de mercado (R\$ bilhões)	Taxa média de crescimento*
Ibovespa	1968	68	1.939	105,6%
IBrX – 50	1997	47	1.732	13,6%
IBrX - 100	1994	95	2.028	16%

IBrA	2005	142	2.174	7,9%
IEE	1994	15	125	17,7%
INDX	1999	44	601	17,5%
ICON	2006	42	566	11,4%
IMOB	2007	20	59	-6%
IFNC	2004	14	666	18,5%
IMAT	2005	14	251	4,7%
UTIL	2005	19	152	11,8%
ISE	2005	40	1.159	10%
ICO2	2010	29	1.388	3,6%
MLCX	2005	59	1.962	8,3%
SMLL	2005	82	212	8,4%
IVBX 2	1999	50	626	13,9%
IDIV	2005	32	615	14,5%
BDRX	2010	65	0,6	16,8%
IFIX	2010	66	19	7,8%
IGCX	2001	179	1.643	15,8%
IGCT	2005	131	1.583	8,8%
IGC-NM	2006	130	804	6,6%
ITAG	2002	179	1.396	21,8%

* A taxa de crescimento refere-se à taxa média de variação do índice composta anualmente, entre dois períodos.

Fonte: BM&FBovespa (2014).

A seguir serão analisados os índices de sustentabilidade e o Ibovespa.

3.4.1 Ibovespa

É o índice mais importante do mercado acionário brasileiro, com o objetivo de refletir o desempenho médio de uma carteira hipotética de ações de maior negociabilidade e representatividade do mercado, assim como os impactos da distribuição de proventos por parte das empresas emissoras dessas ações no retorno do índice. A vigência de cada carteira é de quatro meses, e ao final de cada quadrimestre a carteira é rebalanceada utilizando-se os procedimentos e critérios da metodologia em vigor (BM&FBOVESPA, 2014).

O Ibovespa é o principal representante do desempenho do mercado, com sua carteira movimentando cerca de 80% do volume de ações da bolsa. Para fazer parte do índice, as ações devem atender aos critérios da metodologia do índice, que permaneceu a mesma desde sua criação, em 1968, até maio de 2014, quando foi alterada (BM&FBOVESPA, 2014). Segundo essa nova metodologia os critérios de inclusão são:

1. Estar entre os ativos elegíveis que, no período de vigência das 3 carteiras anteriores, em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN), representem em conjunto 85% do somatório total desses indicadores.
2. Ter presença em pregão de 95% no período de vigência das 3 carteiras anteriores.
3. Ter participação em termos de volume financeiro maior ou igual a 0,1%, no mercado a vista (lote-padrão), no período de vigência das 3 carteiras anteriores.
4. Não ser classificado como “*Penny Stock*” (ações com cotação inferior a R\$ 1,00). Haverá um recálculo nos casos em que a empresa fizer um agrupamento de suas ações.

Há outras possibilidades de participação no índice para ações que tiveram participação nos três períodos de vigência anteriores, como atender aos critérios 1, 3 e 4.

Há também os critérios de exclusão, que excluirão ações que:

1. Deixarem de atender a dois dos critérios de inclusão.
2. Estiverem entre os ativos que, em ordem decrescente de índice de negociabilidade, estejam classificados acima dos 90% do total no período de vigência das três carteiras anteriores.
3. Sejam classificados como “*Penny Stock*”.
4. Durante o período de vigência da carteira passem a ser listadas em situação especial (recuperação judicial ou extrajudicial, regime especial de administração temporária, intervenção ou qualquer outra hipótese definida pela Bolsa).

Nos processos de inclusão e exclusão de ações do Ibovespa, há alguns procedimentos e entrelinhas que não serão aqui citados, mas há a possibilidade desses processos ficarem a critério da BM&FBovespa, se esta julgar necessário, visando a continuidade, a replicabilidade, a representatividade e a integridade do índice (BM&FBOVESPA, 2014).

Segundo informações do jornal Valor Econômico (PINHEIRO; TAKAR, 2013), o índice de negociabilidade (IN), que antes considerava o volume financeiro e o número de negócios com o mesmo peso, passou a dar mais importância ao volume (2/3) em contrapartida ao número de negócios (1/3). O Ibovespa passou a ser mais direcionado por

fundamentos do que por fluxo e a favorecer as empresas de grande porte, evitando a recorrência de fatos, como os seguintes:

- AmBev: a maior empresa brasileira em valor de mercado (R\$ 270 bilhões), mas pesando somente 1,5% no principal índice da Bolsa brasileira. Na nova metodologia a Ambev passou a representar 5,8%.
- OGX: uma empresa até então pré-operacional que não gerava lucro e com um valor de mercado ínfimo (R\$ 1,3 bilhão), mas respondendo por 5,9% da carteira teórica do principal índice da Bolsa brasileira. Os papéis na OGX não se encontram mais no Ibovespa.

O desempenho do índice não tem sido muito animador, principalmente a partir de 2012 e em comparação com outros índices internacionais de ações, como pode ser observado no gráfico 11.

Gráfico 11. Desempenho do Ibovespa



Fonte: Empiricus Research (2014)

Depois da recuperação em 2009, após a crise mundial de 2008, o Ibovespa atingiu um topo (quase 69 mil pontos) que não voltou a ser alcançado e caiu até chegar a menos de 50 mil pontos em 2014, enquanto outras bolsas do mundo permaneciam em tendência de alta. Em 2013 a queda foi de 15,5% no ano. As bolsas dos EUA subiram 25% e a do Japão, 55% no mesmo ano. (EMPIRICUS RESEARCH, 2014)

Esse desempenho negativo do Ibovespa tem diversas explicações. Mas em geral, segundo os analistas do mercado, as principais são referentes à já citada situação econômica do país, que aumenta o risco de investimentos, e a falta de soluções por parte do governo brasileiro. Há também a realização de lucros por parte de estrangeiro que partiram para renda fixa, queda da OGX em 2013, impasse no reajuste do preço da gasolina (afetando a Petrobrás), redução do *rating* de investimento brasileiro e outros fatores negativos internacionais, como crises (europeia) e retração da economia da China (afetando a Vale do Rio Doce).

Em março de 2014, o Ibovespa recuperou os 50 mil pontos, mesmo o país permanecendo, mais ou menos, na mesma situação econômica. Alguns analistas consideram também como fator importante a entrada de investidores estrangeiros que realizaram seus lucros em outros mercados, como o americano, e veem a bolsa brasileira como barata, porém, esses capitais entrantes são de caráter especulativo, apenas aumentando a volatilidade. Na verdade, no ano de 2014, o desempenho do mercado acionário ficou a mercê do rali eleitoral, já que o resultado das eleições presidenciais é visto pelo mercado como um fator determinante para o futuro do próprio mercado e do país.

3.4.2 Índices de Sustentabilidade – ISE e ICO2

O conceito de sustentabilidade tem tido um grande destaque, também, no meio corporativo. Problemas ambientais tem chamado a atenção cada vez mais do mercado para essa questão, que esta influenciando o posicionamento das empresas no mundo em relação ao meio ambiente, a fim de evitar que tais problemas se agravem no futuro. Foi pensando nisso que foram criados estes dois índices de sustentabilidade pela BM&FBovespa.

O índice carbono eficiente (ICO2) foi criado em 2010 pela BM&FBovespa em conjunto com o BNDES, levando em conta preocupações com o aquecimento global. Desse modo, disponibiliza ao mercado um indicador que incorpore questões ambientais.

“Esse indicador, composto pelas ações das companhias participantes do índice IBrX-50 que aceitaram participar dessa iniciativa, adotando práticas transparentes com relação a suas emissões de gases efeito estufa (GEE), leva em consideração, para ponderação das ações das empresas componentes, seu grau de eficiência de emissões de GEE, além do *free float* (total de ações em circulação) de cada uma delas

(BM&FBOVESPA.COM, 2014)”.

O conceito de Escopo visa auxiliar as empresas a estabelecer os limites operacionais a serem contabilizados. Há três escopos. O escopo 1 são as emissões de GEE feitas diretamente pelas empresas; o escopo 2 são as emissões indiretas de GEE (decorrentes de energia elétrica ou vapor importados); e o escopo 3 são as emissões indiretas de GEE além daquelas já incluídas no escopo 2. De acordo com os relatórios da BM&FBovespa (2013), as atividades responsáveis por maiores emissões e sobre as quais a empresa deve concentrar mais esforços na redução, são as do escopo 1, mais especificamente as não-intencionais, como a reposição em equipamentos de refrigeração a gás, e as do escopo 3, especialmente as viagens internacionais e viagens no trajeto casa-trabalho. Há ainda outras políticas ambientais como a restrição da utilização de taxi, reduzindo a emissão de CO² e a terceirização de impressões, que diminuiu o consumo de tinta e papel.

A BM&FBovespa como empresa, procura compensar anualmente suas próprias emissões que não forem possíveis de serem reduzidas. Como em 2013, quando foi comprado 7.148 créditos de carbono (7.148 toneladas de CO² equivalentes) pela bolsa brasileira. Esses créditos foram gerados por projetos de energias renováveis, no caso hidrelétricas, registrados na Organização das Nações Unidas (ONU). Dessa maneira, há a contribuição de forma voluntária em favor da estabilização do clima e incentivo da mesma prática pelas empresas listadas e pelo mercado em geral (BM&FBOVESPA, 2013).

O índice de sustentabilidade empresarial (ISE), foi implementado em 2005, sendo apenas o quinto indicador do mundo na categoria de sustentabilidade.

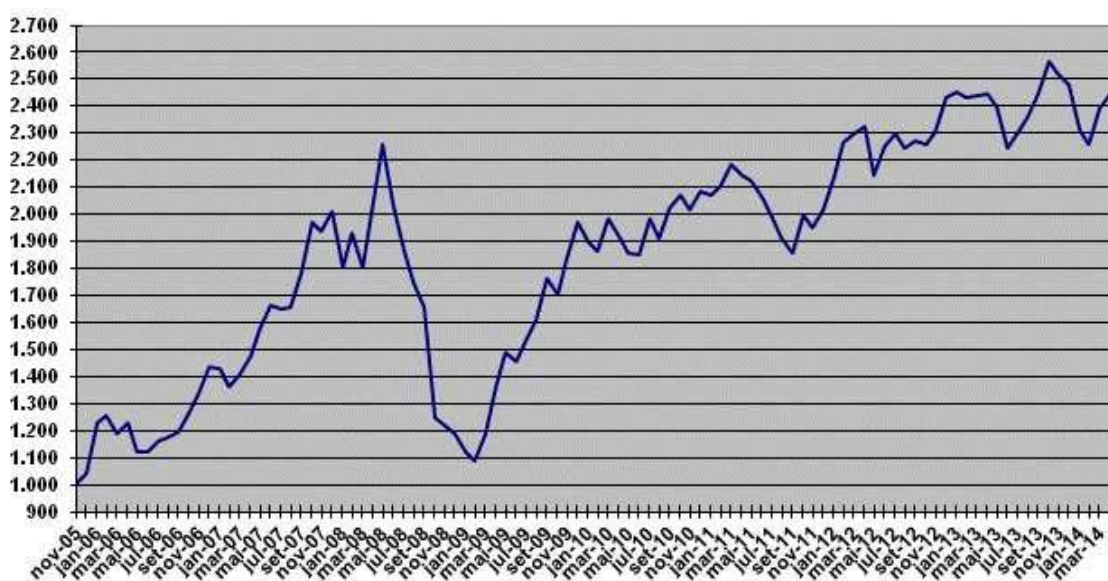
“O ISE é uma ferramenta para análise comparativa da *performance* das empresas listadas na BM&FBovespa sob o aspecto da sustentabilidade corporativa, baseada em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa. Também amplia o entendimento sobre empresas e grupos comprometidos com a sustentabilidade, diferenciando-os em termos de qualidade, nível de compromisso com o desenvolvimento sustentável, equidade, transparência e prestação de contas, natureza do produto, além do desempenho empresarial nas dimensões econômico-financeira, social, ambiental e de mudanças climáticas (BM&FBOVESPA.COM, 2014)”.

O ISE surgiu com uma metodologia arrojada, e foi assunto de muitas polêmicas no início, principalmente por empresas que acabaram ficando de fora do índice. O interesse por parte das empresas em fazer parte de um índice como o ISE é, também, em apresentar uma boa imagem à sociedade, especialmente a seus consumidores e/ou clientes, que tem se preocupado com a questão ambiental e demonstrado maior afinidade com as empresas com as mesmas preocupações.

O desempenho do ISE tem sido uma trajetória oscilante e bem próxima do Ibovespa, mas a comparação não é bem vista pelos defensores do índice, do qual, suas empresas participantes gastam recursos e energia com a sustentabilidade. Segundo eles, alguém que investe em uma carteira com ações de empresas do ISE, busca retornos obviamente, mas principalmente investir em um futuro com empresas sustentáveis. Seria um equívoco analisar o ISE como uma ferramenta para aumentar o retorno no curto prazo, quando na realidade o índice mede a perenidade das empresas e, portanto, tem visão de longo prazo, sendo, inclusive, um processo de educação e disseminação da sustentabilidade, que tem se repercutido no exterior. E a tendência é que cada vez mais empresas adotem práticas sustentáveis. É importante dizer também que os investimentos em empresas do índice passaram ser vistos como mais seguros (BACARJI e MARCONDES, 2010).

No gráfico 12, o desempenho do índice desde sua criação tem se mostrado bastante positivo, apenas com queda expressiva em 2008, devido ao período da crise mundial de derivativos.

Gráfico 12. ISE – Pontos mensais



Fonte: BM&FBovespa .com

3.5 – Governança Corporativa

A origem da governança corporativa é antiga e tem evoluído ao longo de sua existência, se tornando bastante abrangente. O conceito só foi criado no início dos anos 1990 e tem muitas definições, dadas por diversos autores e instituições sob diferentes pontos de vista. De forma sucinta Andrezo et al (2006, p. 541), descrevem governança corporativa como “criação de mecanismos internos e externos que assegurem que as decisões corporativas sejam tomadas no melhor interesse dos investidores, de forma a maximizar a probabilidade de os fornecedores de recursos obterem para si o retorno sobre seus investimentos”.

Andrade e Rossetti (2009), detalham o conceito, abordando-o sob quatro aspectos:

a) Guardiã de direitos: assegurar os direitos das partes com interesse em jogo nas empresas com justiça e responsabilidade, apresentando transparência e diversidade de informações.

b) Sistema de relações: através do qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, garantindo o relacionamento entre os acionistas, direção da empresa, conselhos de administração e as demais partes.

c) Estrutura de poder: voltada para o interior das corporações e para a maneira como são controladas. Envolve questões relacionadas a processos de tomada de decisões e ao exercício da liderança.

d) Sistema normativo: rege as relações internas e externas da companhia, através de estatutos legais, termos contratuais e outros mecanismos normativos, que refletem os padrões da companhia e também da sociedade.

Dentro deste conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas referentes à governança corporativa, é tão ou mais importante destacar os valores da mesma: “Entende-se como posturas essenciais para a boa governança a **integridade ética**, permeando todo o sistema de relações internas e externas (da empresa): o **senso de justiça**, no atendimento das expectativas e das demandas de todos os “constituintes organizacionais”; a **exatidão na prestação de contas**, fundamental para a confiabilidade na gestão; a **conformidade** com as instituições legais e com os marcos regulatórios dentro dos quais se exercerão as atividades das empresas; e a **transparência**, dentro dos limites em que a exposição dos objetivos estratégicos, das políticas e das operações das companhias não sejam conflitantes com a salvaguarda de seus interesses”. (ANDRADE e ROSSETTI, 2009, p. 142)

Com o crescimento e desenvolvimento do mercado de capitais, cresceu também a necessidade de aprimoramento das políticas de investimento com informações mais claras

e seguras. Essa tendência é seguida no Brasil, com empresas que procuram melhorar suas práticas de governança corporativa, apesar de estarem longe ainda dos mercados mais desenvolvidos do mundo (PINHEIRO, 2014). Na bolsa brasileira esse conceito é aplicado em diferentes níveis. O menor nível é o nível tradicional, no qual os requisitos são apenas as exigências regulatórias oficiais da bolsa, já os níveis diferenciados de governança corporativa, nos quais, além das exigências do nível tradicional, abrangem um maior conjunto de normas e práticas por parte das empresas, visando garantir maior transparência e equidade aos seus acionistas e também maiores responsabilidades em relação a seus resultados. Os níveis diferenciados são: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Cada empresa pode entrar nesses diferentes níveis desde que se comprometa com as exigências de cada um deles, como pode ser visto abaixo conforme as determinações da BM&FBovespa:

Nível 1:

- Melhoria na prestação de informações ao mercado
- Adoção de mecanismos para o aumento da dispersão das ações em ofertas

Nível 2: Empresas e controladores adotam um conjunto mais amplo de práticas de governança corporativa para os acionista minoritários:

- tag-along de 100% para ações ordinárias e 70% para as preferenciais
- câmara de arbitragem
- preferencialistas com direito a voto em algumas decisões de maior impacto

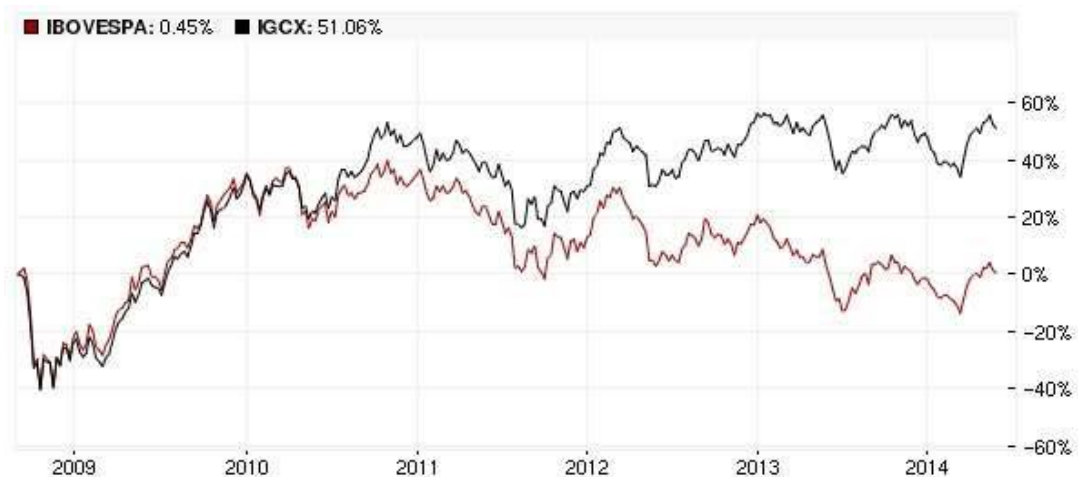
Novo Mercado:

- somente ações ordinárias
- possibilidade dos minoritários com assento no Conselho
- Conselho de Administração com, no mínimo, cinco membros e com mandato unificado de um ano
- realização de ofertas públicas que favoreçam a dispersão de capital
- *free float* – manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital
- câmara de arbitragem

Essas medidas são custosas para as empresas e muitas tem dificuldades de implementa-las, também pela sua maior complexidade. O Bovespa Mais é um meio pelo qual elas podem se inserir nesse novo espaço. Trata-se de um segmento do mercado de balcão organizado, no qual só podem ser listadas companhias abertas com registro na CVM e tem o propósito de facilitar o acesso dessas companhias de forma gradual ao mercado de capitais dando apoio a sua evolução quanto aos valores e práticas de

governança corporativa. Análises dos níveis de governança mostram que os acionistas tem maior interesse em empresas com maiores responsabilidades de governança corporativa por apresentarem menores riscos. Inclusive, pode-se observar que o IGCX, índice que mede o desempenho de uma carteira de ações que estão nos níveis diferenciados de governança, é predominantemente em seu histórico, maior que o Ibovespa, e recentemente, tem tido uma considerável diferença de desempenho, como pode ser visto no Gráfico 13:

Gráfico 13. Desempenho IGCX x Ibovespa



Fonte: bolsafinanceira.com

Analisando o modelo de governança corporativa praticado pelas empresas no Brasil, Andrade e Rossetti (2009 p. 494), destacam quatro características como principais:

1. A alta concentração da propriedade acionária: Na maioria das empresas, os três maiores acionistas detêm mais de 80% do capital votante e o maior mais de 50%. Há uma grande predominância de estruturas piramidais de controle.
2. A sobreposição propriedade-gestão: Em decorrência da alta concentração (1) e do alto grau de envolvimento dos controladores na gestão. Ocorre alta unificação de funções (37% das empresas).
3. Fraca proteção aos acionistas minoritários: A lei admite o lançamento de 50% do capital em ações preferenciais. O mecanismo de tag-along não é estendido às ações preferenciais. É garantida a distribuição de dividendos de 25% do lucro líquido e igualdade com os controladores na distribuição da fatia restante do lucro.

4. Pequena expressão do mercado de capitais e pequena parcela das empresas listadas em bolsa nos níveis diferenciados de governança corporativa. O conceito está em evolução.

Apesar de avanços nos mercados em geral, essas características são suficientes para mostrar o incipiente nível do mercado acionário brasileiro. As raízes disso são histórico-estruturais e culturais e se inserem em um círculo vicioso, entre as empresas, investidores e o mercado, no qual as deficiências de cada um estimulam a baixa adesão as boas práticas de governança, comprometendo o maior crescimento econômico. Desse modo, observa-se situações contraditórias no país quanto a esse assunto, resumidas na tabela 4:

Tabela 4. Contradições no ambiente de governança corporativa brasileiro

De um lado	De outro lado
1- Crescente conscientização pública e maior interesse pelas práticas de governança corporativa.	1- Lenta absorção pelas empresas dos conceitos e das práticas da boa governança. Barreiras culturais e estruturas de difíceis remoção
2- Bom desempenho comparativo das empresas listadas nos níveis diferenciados de mercado	2- Migração ainda reduzida das empresas para os níveis diferenciados
3- Tendências de boas perspectivas para o mercado de capitais	3- Empresas listadas na bolsa fechando o capital
4- Reacomodações na estrutura de propriedade das empresas: consolidações, fusões, privatizações, ensejando controle compartilhado	4- Processos de governança ainda definidos por “estruturas sobreviventes de poder”: transições de difícil efetivação
5- Eficácia empresarial: foco em resultados aferíveis e em avaliação de desempenho nos níveis de organização	5- Pouca eficácia nos Conselhos: Prevaecem processos não bem estruturados e baixa ocorrência de avaliações
6- Comprovações empíricas dos benefícios sociais da boa governança	6- Legisladores cedendo à pressão de <i>lobbies</i> para a sustentação do <i>status quo</i>

Fonte: Andrade e Rossetti (2009)

Aparentemente, os benefícios de uma boa governança parecem não ter conquistado totalmente a atenção das empresas e do país para os devidos processos de mudança.

Prevalece a preocupação em manter a estrutura central de poder dentro da empresa, sendo que aqueles processos de mudança são incentivados, majoritariamente, por fatores externos como investidores institucionais, analistas e agências de *rating*, que por sua vez, veem isso como uma transição que não se confirmará no médio prazo. Apesar disso, não se observa retrocessos e a tendência a adoção de práticas de governança corporativa é cada vez mais evidente. (ANDRADE e ROSSETTI, 2009).

Considerações Finais

Primeiramente, deve-se ressaltar que o conteúdo objeto de estudo deste trabalho é extremamente extenso. Procurou-se analisar de forma objetiva, a maior parte do conteúdo relacionado ao mercado de capitais, através da abordagem de importantes teorias e trabalhos, bem como suas contribuições e desdobramentos para o próprio desenvolvimento teórico e da economia como um todo, além de análises da realidade econômico-financeira do Brasil. Após o exposto neste trabalho, pôde-se acordar com evidências relevantes.

Poupança e investimento são fatores essenciais para o crescimento e, conseqüentemente, para o desenvolvimento econômico. Porém não suficientes, uma vez que os investimentos devem ser produtivos, ou seja, devem ser bem direcionados a questões específicas, como o aumento do emprego, inovações tecnológicas e melhora da infraestrutura. Para ocorrência desses investimentos é necessário que a poupança seja canalizada eficientemente. Não há um consenso quanto a relação de ordem de causalidade entre esses conceitos, mas, a exemplo dos países asiáticos apresentados, poupança, investimento e crescimento econômico, têm uma influência recíproca positiva. No Brasil, houve a perda da produtividade do investimento a partir de meados da década de 1970, devido principalmente ao fato das decisões de investimentos terem sido orientadas quase que exclusivamente pelo Estado, influenciado por interesses políticos e de empresários, ao invés de se fazer uma avaliação racional do mercado e dos retornos no longo prazo.

A associação da poupança ao investimento pode ser feita através do autofinanciamento, do financiamento governamental e do mercado financeiro. Esta última é certamente a mais eficiente, devido a grande capacidade de alocação de demandas e ofertas entre agentes superavitários e deficitários, alegando-se assim, que os intermediários financeiros tem um papel importante nesse processo, não sendo meramente um intermediário passivo. No Brasil, porém, tem prevalecido as duas primeiras formas de financiamento. Apesar de crises financeiras recentes demonstrarem que é necessária uma atenção especial a questão da regulamentação dos mercados que ainda é mal planejada, o sistema financeiro mundial passou por significativas inovações nas últimas décadas, possibilitando o crescimento de empresas, patrimônios pessoais e dos países. Estudos apontam que os países com sistema financeiro desenvolvido, especialmente o mercado de capitais, foram os que mais cresceram.

Quanto à eficiência informacional dos mercados, observa-se que estes se aproximam mais da forma semiforte de eficiência, principalmente o mercado acionário,

que se mostra bastante sensível às informações públicas, sofrendo variações imediatas de acordo com estas. Porém, não se pode dizer que a plena eficiência foi alcançada, uma vez que se verifica que investidores experientes, utilizando análises técnicas e fundamentalistas avançadas, alcançam retornos acima da média do mercado consistentemente, se aproveitando de imperfeições ou ineficiências do mercado no deslocamento entre preço e valor dos ativos. As finanças comportamentais surgem no intuito justamente de encontrar explicações psicológicas para, as até então inexplicáveis exceções da economia, irracionalidades e falhas de mercado.

O mercado de capitais é o segmento do mercado financeiro que conecta investidores e empresas de maneira mais direta, sendo uma alternativa aos bancos e governo, com a vantagem de não gerar dívida às empresas tomadoras, pois estas adquirem novos sócios. Outras vantagens do mercado de capitais são: reduzido custo global de financiamento, diversificação e distribuição do risco, democratização do acesso ao capital, reduzido *moral hazard*, maior liquidez e eficiência. A análise do mercado de capitais brasileiro focou-se no mercado acionário, pela maior representatividade e relação com o objetivo do estudo. A BM&FBovespa é a terceira maior bolsa do mundo, estando a altura do porte do país, oferecendo excelentes condições de investimentos e financiamento a seus participantes, porém muito pouco utilizada pelo público nacional, sendo composta em sua maioria por capital estrangeiro. Os motivos que impedem o crescimento do mercado acionário brasileiro são diversos: baixo nível de educação financeira do brasileiro, altos custos de manutenção da bolsa, impostos altos, burocracia excessiva, má conjuntura econômica persistente, imaturidade de empresas brasileira, interferências governamentais imprudentes. Nesse cenário, o governo é quem tem maior capacidade e responsabilidade de enfrentar esses entraves. Apesar disso, empresas que se adequam a níveis de maiores exigências da bolsa, como o Novo Mercado e participam de índices que visam o comprometimento com o desenvolvimento e sustentabilidade, tem apresentado maior crescimento que a média do mercado, além do benefício social gerado e da maior exposição de suas marcas, o que evidencia o papel do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico.

Em suma, verifica-se que poupança e investimento são fundamentais para o crescimento econômico, que o mercado financeiro é o melhor meio para a canalização eficiente da poupança para investimentos produtivos, e que, por fim, o mercado de capitais é o local mais inovador e completo no papel do financiamento sustentável do crescimento, seguindo os princípios econômicos de liberdade, equidade e eficiência.

Bibliografia

ANBIMA. **Boletim de Mercado de Capitais**. Ano IX - N° 93 - Fevereiro/2014. 15 p.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa**. Fundamentos, desenvolvimento e tendências. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2009. 584 p.

ANDREZO, A. F. et al. **Curso de Mercado Financeiro**. FIPECAFI. São Paulo: Atlas, 2006, 579 p.

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas, 7 ed. 2006. 302 p.

BACARJI, C. D.; MARCONDES, A. W. **ISE**, sustentabilidade no mercado de capitais. 1 ed. São Paulo: Report editora, 2010. 178 p.

BAKAERT, G.; HARVEY, C. R. **Capital Markets: An Engine for economic Growth**. NBER. Cambridge. 1997. 27 p.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. www.bcb.gov.br. 2014.

BARTH, J. R.; CAPRIO, G.; LEVINE, R. **Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern**, Cambridge University Press, New York. 2006. 444 p.

BERTÉ, C. M. **Importância e Evolução Crítica do Mercado de Capitais no Brasil e a Situação dos Acionistas Minoritários**. São Paulo: Ed. FGV, 1998. 146 p.

BULHÕES PEDREIRA, J. L.; LAMY FILHO, A. **A lei das S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

BM&FBOVESPA. **Mercado de capitais**. Cap 5. 2012. 58 p.(Disponível em: lojavirtual.bmf.com.br/LojaIE/portal/pages/pdf/Apostila_PQO_Cap_05_V2.pdf)

BM&FBOVESPA. **Novo Mercado**, Governança corporativa. Relatório. Maio, 2009. 16 p.

BM&FBOVESPA. **A bolsa do Brasil**. Relatório anual 2012. 92 p.

BM&FBOVESPA. **Seu futuro bem investido**. Relatório anual. 2013. 86 p.

BM&FBOVESPA. **Manual de definições e procedimentos dos índices da BM&FBovespa**. out, 2013. 11 p.

BM&FBOVESPA. **Metodologia do índice bovespa**. fev, 2014. 4 p.

BOVESPA. **O mercado de capitais**: Sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil. São Paulo: Relatório, 2000. 48 p.

BROWN, S. J. et al. **Moderna teoria de carteiras e análise de investimentos**. São Paulo: Atlas, 2004. 752 p.

CARVALHO, A. G. **Desenvolvimento financeiro e crescimento econômico**. Revista Econômica do Nordeste, Fortaleza, v. 33, n. 4, out-dez. 2002. 22p.

CARVALHO, F. J. C. **Investimento, poupança e financiamento**. Financiando o crescimento com inclusão social. Artigo, UFRJ. 2005. 32 p.

CARVALHO, F. J. C. **Sistema financeiro, crescimento e inclusão**. Artigo, UFRJ, CEPAL, DDAS/UFRRJ. 2003. 28 p.

CAVALCANTI, F.; MISUMI, J. Y.; RUDGE, L. F. **Mercado de Capitais**, o que é, como funciona. Rio de Janeiro: Campus, 2005, 6 ed. 371 p.

CEPAL. **Crescer com estabilidade**. O financiamento do desenvolvimento no contexto internacional. Rio de Janeiro: Campus, 2002. 199 p.

COPELAND, T.E., WESTON, J.F. **Financial Theory and Corporate Policy**. 3a ed. Reading: Addison-Wesley, 1992.

CVM. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 1 ed. Rio de Janeiro, 2013. 370 p.

CVM. **Tendências demográficas e econômicas e o mercado de capitais**. Assessoria de Análise e Pesquisa, 2013. 98 p.

DATA.WORLDBANK.ORG

DELOITTE. **Instituições financeiras no Brasil** – O posicionamento para um novo mercado. Livro digital. 2010. 95 p.

DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; LEVINE, R. **Stock Markets, corporate finance and economic growth**: an overview. The world bank economic review, vol. 10, nº 2, p. 223-239. 1996.

DUDLEY, W. C.; HUBBARD, R. G. **How Capital Markets Enhance Economic Performance and Facilitate Job Creation**. Global Markets Institute. Goldman Sachs. 2004. 27 p.

EMPIRICUS RESEARCH. **Mercado em 5 minutos**. Relatório, 2014

FAMÁ et al. **Hipótese de mercados eficientes e finanças comportamentais**. As discussões persistem. São Paulo: PUC, 2007. 13 p.

FAMA, E. **Efficient Capital Markets II**. Journal of Finance, 46, p. 1.575-1.617. 1991.

FAMA, E. F. **Efficient capital markets**: a review of theory and empirical work. Journal of Finance, 1970.

FELDSTEIN, M.; HORIOKA, C. “**Domestic savings and international capital flows**”, Economic Journal, no.90/1980.

FILGUEIRAS, M. L. **A indústria da preguiça**. Revista Exame, p. 10-14, set. 2013.

FILGUEIRAS, M. L. **Todo mundo tenta, mas ninguém consegue ser Warren Buffett**. Exame.com. nov. 2013

GRAHAM, B. **O investidor inteligente**. 4 ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2007. 652 p.

GRUPO CONJUNTURA. **O mercado de capitais brasileiro no período 2003-2007: evolução e tendências**. 2008. 11 P.

GORTON, G.; WINTON, A. **Financial intermediation**. NBER working paper series. Cambridge, 2002. 140 p.

HABER, S.; RAZO, A.; MAURER, N. **The Politics of Property Rights: Political Instability, Credible Commitments, and Economic Growth in Mexico, 1876-1929**, Cambridge University Press, Cambridge, MA. 2003.

IBRI-DELOITTE. **Rumo à abertura de capital** – As percepções das empresas emergentes sobre os entraves e benefícios. Relatório e análises, 2013. 16 p.

IPEA. **Previdência, poupança e crescimento econômico: interações e perspectivas**. Rio de Janeiro. 1998. 46 p.

JAFFE, J. E.; ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W. **Administração financeira**. Corporate finance. São Paulo: Atlas, 2009. 698 p.

JANSEN, W.J.; SCHULTZ, G. G. “**Theory-based measurement of the savings-investments correlation with an application in Norway**”, Economic Inquiry vol. XXXIV, 1996.

JORDÃO, P. **Participação de estrangeiros na Bovespa bate novo recorde em março**. UOL economia. abril, 2014.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda** (1936). São Paulo: Nova Cultural, edição de 1996. 328 p.

LEVINE, R. **Finance, regulation and inclusive growth**. Paris, France: OECD Publishing, 2011. 28 p.

LEVINE, R. **Stock Markets: a spur to economic growth**. World bank's journal finance & development. p. 39-43. 1997

LEVINE, R.; ZERVOS, S. “**Stock markets, banks and economic growth**”, American Economic Review, 88, p. 537–558. 1998.

LIMA, L. A. O. **Auge e Declínio da Hipótese dos Mercados Eficientes**. Revista de Economia Política, vol. 23, nº 4, 2003. 15 P.

MEDEIROS, F. **O que houve com o Mercado de Capitais brasileiro**. InfoMoney. nov, 2013.

NORTON, E. A., REILLY, F. K. **Investimentos**. Tradução da 7a ed. norte-americana. Cengage Learning, 2008, 564 p.

OLIVEIRA, M. D. B. **Introdução ao Mercado de Ações**. Rio de Janeiro, CNBV, 1984.

PAVELESCU, F. **Savings-Investments Relationship in an Open Economy**. Institute of National Economy, Romanian Academy. [2008]. 22 p.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais**. Fundamentos e técnicas. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2014. 607 p.

PINHEIRO, V.; TAKAR, T. **Bolsa divulga nova metodologia de cálculo do Ibovespa**. Valor econômico, set, 2013.

PREVIDENCIA.GOV.BR

ROCHA, A. **Mercado de Capitais Brasileiro: avanços e retrocessos**. Valor Econômico. Artigo, 2013.

SCHMITT, E. D. Chapter 11: **The Economics of Financial Intermediation**. [2003]
(Disponível em: <http://www.oswego.edu/~edunne/340ch11.htm>)

SCHOLTENS, B.; WENSVEENS, D. **The theory of financial intermediation: An essay on what it does (not) explain**. SUERF. Vienna, 2003. 59 p.

SCHUMPETER, J. **The theory of economic development**. Tradução em 1934. New York, Harper & Brothers, 1912.

SHILLER, R. J. **Stock Prices and Scoail Dynamics**. Brooking Papers on Economic Activity. p. 457-510. 1984.

VALENTE, F. S. P. F. **A relação entre investimento, poupança e taxa de juros: um panorama do debate sobre financiamento de longo prazo**. Campinas. 2007. 17 p.

www.bm&fbovespa.com

www.bolsafinanceira.com

www.seguro.apligraf.com.br/webfeed/xpi

www.seriesestatisticas.ibge.gov.br

