

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

José Junior de Oliveira

**O NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA E O DESENVOLVIMENTO DO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Porto Alegre
2009

José Junior de Oliveira

**O NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA E O DESENVOLVIMENTO DO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Dissertação submetida ao Programa de Pós Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como quesito parcial para obtenção do grau de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante, com ênfase em Economia Aplicada.

Orientador: Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht

Porto Alegre
2009

O48n

Oliveira, José Junior de

O novo mercado da B&MFBovespa e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro / José Junior de Oliveira . – Porto Alegre, 2009.
133 f. : il.

Orientador: Ronald Otto Hillbrecht.

Ênfase em Economia Aplicada.

Dissertação (Mestrado profissionalizante em Economia) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, 2009.

1. Mercado de capitais : Brasil. 2. Bolsa de valores : Índice de governança corporativa. I. Hillbrecht, Ronald Otto. II. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Faculdade de Ciências Econômicas. Programa de Pós-Graduação em Economia. III. Título.

CDU 336.76

José Junior de Oliveira

**O NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA E O DESENVOLVIMENTO DO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Dissertação submetida ao Programa de Pós Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como quesito parcial para obtenção do grau de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante, com ênfase em Economia Aplicada.

Aprovada em: Porto Alegre, 21 de outubro de 2009

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Gentil Corazza

Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS

Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner

Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS

Prof. Dr. Roberto Camps Moraes

Universidade do Vale do Rio dos Sinos - Unisinos

AGRADECIMENTOS

Agradeço inicialmente a Deus por ter me concedido saúde, graça e a oportunidade de elaborar esta dissertação. A meus pais José e Elza, minha irmã Karine, minha filha Valeska e à Olívia pelo incentivo, apoio e compreensão.

Quero fazer um agradecimento especial à Diretoria e colegas da Caixa de Assistência dos Empregados do Banco do Estado do Rio Grande do Sul – CABERGS pelo apoio constante e pela confiança depositada em meu trabalho.

Aos colegas da Fundação Bannrisul, da Apimec-Sul, meus amigos e todos aqueles que, de alguma forma, contribuíram para a elaboração deste estudo.

Finalmente, agradeço aos colegas do Mestrado em Economia, às funcionárias do Programa de Pós-Graduação em Economia – PPGE da UFRGS pelo incansável apoio e auxílio, e ao meu orientador Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht.

“O que se pode acrescentar à felicidade de um homem que tem saúde,
não tem dívidas e está com a consciência tranquila?”
Adam Smith

RESUMO

Esta dissertação tem o objetivo de analisar a importância do Novo Mercado da BM&FBOVESPA para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. O Novo Mercado é um segmento especial de empresas listadas na bolsa de valores que adotam boas práticas de Governança Corporativa em sua gestão. Aderindo a tais práticas, as empresas assumem compromissos de informação e transparência adicionais aos existentes na legislação, favorecendo o monitoramento das companhias pelo mercado e oferecendo maior proteção aos acionistas e credores. Dessa forma, a Governança Corporativa facilita o acesso das empresas aos mercados financeiros e de capitais para financiar suas atividades e auxilia na redução dos riscos das operações. Adicionalmente, minimiza os problemas de informação assimétrica existentes nos mercados financeiros e de capitais, melhorando sua eficiência. A partir da implementação do Novo Mercado, em dezembro de 2000, o mercado de capitais brasileiro vem passando por mudanças significativas. Cresceu em volume de negócios, liquidez e valorização das ações. Aumentou significativamente o número de empresas que vem se utilizando do mercado de capitais para captar recursos e financiar seus projetos e atividades através de emissões de ações em bolsa, com destaque para as adesões das novas empresas ao Novo Mercado da bolsa. Nesse contexto, este estudo aborda em que medida o Novo Mercado da BM&FBOVESPA vem contribuindo para o processo de desenvolvimento recente do mercado de capitais nacional.

Palavras Chave: Mercado de capitais. Governança Corporativa. Novo Mercado.

ABSTRACT

This dissertation aims at analyzing the importance of the *Novo Mercado* at BM&FBOVESPA for the development of the Brazilian stock market. *Novo Mercado* is a special segment of the companies listed in the stock market that adopted good practices of Corporate Governance in their management. By adopting these practices, the companies accept additional commitment about information and transparency to the existing ones in the legislation, favoring the monitoring of the market over the companies and offering more protection to the shareholders and creditors. Thus the Corporate Governance facilitates the access to the financial and capital markets in order to finance their activities and help reduce the operation risks. Moreover, it reduces the problems about asymmetric information existent in the financial and stock markets, improving their efficiency. After the introduction of the *Novo Mercado*, on December 2000, the Brazilian capital market has changed significantly. The amount of business has increased - as well as liquidity. Stocks have gone up. There has been an increase in the number of companies using the capital market to raise money to finance their projects and activities through public stock offering. It is important to notice that new companies have adopted the *Novo Mercado*. In this context, this study looks into the contribution of the *Novo Mercado* of BM&FBOVESPA to the recent process of development of the national stock market.

Keywords: Stock Market. Corporate Governance. Novo Mercado.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 - Número de Ofertas de Debêntures Registradas na CVM	79
Gráfico 2 - Volume de Ofertas de Debêntures Registradas na CVM.....	80
Gráfico 3 - Número de Ofertas de Ações Registradas na CVM.....	81
Gráfico 4 - Volume de Ofertas de Ações Registradas na CVM.....	81
Gráfico 5 - Risco Brasil - EMBI.....	83
Gráfico 6 - Participação dos Investidores no Volume Financeiro Total da BM&FBOVESPA	84
Gráfico 7 - Volume Médio Diário Negociado na BM&FBOVESPA	84
Gráfico 8 - Ibovespa – Fechamento.....	85
Gráfico 9 - Selic Acumulada de Junho de 2001 a Dezembro 2008 – Base 100 junho 2001....	86
Gráfico 10 Ibovespa Acumulado X Selic Acumulado - Base 100 junho 2001	86
Gráfico 11 - Comparativo Ibovespa x IGC - Junho /2001 a Dezembro/2008 – Base 100 junho 2001	98
Gráfico 12 - Brasil - Operações de Crédito em Relação ao PIB – Dezembro 2000 a Dezembro/2008	102
Gráfico 13 - Crédito do Sistema Financeiro com Recursos Livres Pessoa Jurídica e Crédito Mercado de Capitais – Dezembro/2000 a Dezembro/2008.....	103
Gráfico 14 - Crédito do Sistema Financeiro com Recursos Livres e Crédito Mercado de Capitais – Dezembro/2000 a Dezembro/2008.....	104
Gráfico 15 - Oscilação Mensal - Dow Jones X Ibovespa X IGC – Junho/2001 a Dezembro/2008	107

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Ofertas de Debêntures Registradas na CMV.....	79
Tabela 2 - Ofertas de Ações registradas na CMV.....	80
Tabela 3 – Participação de Investidores Estrangeiros nas distribuições públicas de Ações da BM&FBOVESPA.....	82
Tabela 4 – Valor de Mercado das Empresas da BM&FBOVESPA em relação ao PIB.....	87
Tabela 5 – Número de Empresas listadas na BM&BOVESPA por Nível de Governança e Total da Bolsa – Posição de dezembro de cada ano.....	89
Tabela 6 – Capitalização do Mercado das Empresas de Nível 1, Nível 2, e Novo Mercado. Valor de Mercado das Empresas com IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada– em Relação à BM&FBOVESPA.....	90
Tabela 7 – Empresas listadas no Nível 1 da BM&FBOVESPA.....	93
Tabela 8 – Empresas listadas no Nível 2 da BM&FBOVESPA.....	94
Tabela 9 – Empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA.....	95
Tabela 10 – Concentração de Negócios no Mercado.....	106

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS: DEFINIÇÕES E ESTRUTURA	18
2.1 A IMPORTÂNCIA DOS MERCADOS FINANCEIROS	18
2.2 A ESTRUTURA DOS MERCADOS FINANCEIROS	22
2.2.1 Mercados Primários, Mercados Secundários, Mercados Públicos e Mercados Privados	24
2.2.2 Instrumentos do Mercado Financeiro	25
2.2.3 Internacionalização dos Mercados Financeiros.....	27
2.2.4 Os Intermediários Financeiros e a Eficiência da Estrutura dos Mercados.....	28
2.3 CUSTOS DE TRANSAÇÃO, INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA, SELEÇÃO ADVERSA, RISCO MORAL E O PROBLEMA DA RELAÇÃO ENTRE AGENTE E PRINCIPAL	31
2.3.1 Custos de Transação.....	31
2.3.2 Informação Assimétrica, Seleção Adversa e Risco Moral	32
2.3.3 Conflitos de Agência.....	34
2.3.4 Instrumentos para Ajudar a Resolver os Problemas de Seleção Adversa, Risco Moral e Conflitos de Agência	35
2.4 AS EXPECTATIVAS NOS MERCADOS FINANCEIROS.....	38
2.5 O MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS NO BRASIL – BREVE HISTÓRICO.	41
3 GOVERNANÇA CORPORATIVA, MERCADO DE CAPITAIS E O NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA	45
3.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA: CONCEITO E IMPORTÂNCIA	46
3.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E O MERCADO DE CAPITAIS	52
3.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA, MERCADO DE CAPITAIS E REGULAMENTAÇÃO	56
3.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA E O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL	59
3.5 OS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E O NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA.....	67
3.5.1 Nível 1 e Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA	69
3.5.1.1 Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA.....	69
3.5.1.2 Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA.....	70
3.5.2 Novo Mercado da BM&FBOVESPA.....	71
4 O NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA E O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	75
4.1 A EVOLUÇÃO RECENTE DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO A PARTIR DA CRIAÇÃO DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BM&FBOVESPA.....	76
4.2 O NOVO MERCADO E OS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BM&FBOVESPA E SUAS CONTRIBUIÇÕES PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	88
4.3 CONSOLIDAÇÃO E PERSPECTIVAS DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO A PARTIR DA INTRODUÇÃO DO NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA.....	102
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	118
REFERÊNCIAS	125

1 INTRODUÇÃO

Os mercados financeiros e de capitais, segundo Mishkin (2000), desempenham a função econômica essencial de canalizar recursos ou fundos de pessoas que pouparam em excesso, por gastarem menos que suas receitas, para aqueles que têm escassez de recursos porque desejam gastar ou investir mais do que suas receitas. Os mercados financeiros, além de aumentar a produção e a eficiência em uma economia, melhoram diretamente o bem-estar dos consumidores, permitindo-lhes planejar melhor o momento de suas compras.

A canalização de recursos de poupadores para gastadores é importante para a economia pela razão de que aquelas pessoas que pouparam com frequência não são as mesmas que têm oportunidades lucrativas de investimento disponíveis para elas, os empresários. Na ausência de mercados financeiros não seria possível essa transferência de recursos, as pessoas ficariam restringidas em seus planos e permaneceriam em uma situação pior.

De acordo com o autor, mercados e intermediários financeiros em bom funcionamento são necessários para aumentar o bem-estar e a eficiência econômica e são cruciais para a saúde da economia. Os mercados financeiros fornecem recursos para as pessoas comprar o que necessitam, e podem, sem forçá-las a ter que esperar até o momento de ter poupado toda a quantia necessária para a compra. Os mercados financeiros que operam eficientemente melhoram a prosperidade econômica de todos em uma sociedade.

Beim e Calomiris (2001) reforçam a importante função dos sistemas financeiros de formação de poupança e seu uso para o investimento produtivo e destacam que normalmente países com sistemas financeiros desenvolvidos têm crescimento econômico mais robusto. Dessa forma, observa-se que é fundamental para o crescimento de um país que seu sistema financeiro seja desenvolvido e conectado com a atividade econômica.

Os países desenvolvidos ou em acelerado processo de desenvolvimento ostentam elevadas taxas de poupança, alta eficiência na sua intermediação ou uma combinação dessas duas virtudes. O crescimento econômico está associado, assim, a elementos incentivadores da formação de poupança e de sua intermediação eficiente, que a torne acessível para quem quer investir. Por isso, é relevante para um país que tenha um mercado financeiro e de capitais desenvolvido. (MISHKIN, 2000).

Mishkin (2000) ressalta que os mercados financeiros estão suscetíveis a vários problemas que influenciam na eficiência do seu funcionamento e destaca a importância do papel dos intermediários financeiros e do financiamento indireto nos mercados, e sugere que

para entender de maneira mais completa a importância dos intermediários financeiros na estrutura financeira é importante observar o papel da “informação” nos mercados financeiros.

Quando em uma transação uma das partes tem conhecimento insuficiente para tomar as melhores decisões, ocorre uma desigualdade chamada de “informação assimétrica”. Segundo o autor, a presença de “informação assimétrica” ou a falta de informação cria distorções no sistema financeiro e leva a problemas de “seleção adversa” e “risco moral” (*moral hazard*) que podem atrapalhar o funcionamento dos mercados financeiros. Empresas de maior risco ou simplesmente trapaceiras podem ser as mais ansiosas em vender títulos a investidores imprudentes, e o problema da seleção adversa pode manter os investidores fora dos mercados financeiros. Por outro lado, o tomador de crédito pode correr grandes riscos, com elevados lucros possíveis, mas com um maior risco de *default*, não pagando o empréstimo. Com o “risco moral”, os emprestadores podem decidir não conceder empréstimos ou aumentar os custos de financiamentos, limitando o crédito na economia.

Outro problema que pode ser encontrado nos mercados financeiros, segundo Mishkin (2000), é o “risco moral em ações”, ou seja, o problema entre agente e principal, também chamado de “conflito de agência”. Quando os gestores de uma firma (chamados de agentes) têm apenas uma participação pequena na empresa para a qual trabalham podem agir em interesse próprio e não de acordo com os acionistas majoritários - proprietários (chamados de principais), já que os gestores têm menos incentivos para maximizar lucros, prejudicando todos os acionistas da empresa que compram seus títulos no mercado, inclusive os minoritários.

Considerando a importância da informação e da transparência nos mercados financeiros e de capitais, para que eles sejam organizados e desenvolvidos e cumpram com suas funções de maneira eficiente, julga-se necessário que possuam alguns requisitos importantes no processo de regulamentação e que se busquem mecanismos para eliminar ou, ao menos, reduzir os problemas ou imperfeições que são intrínsecos à sua própria natureza.

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2006) destacam, adicionalmente, a importância de um ambiente legal e regulatório, em que seja respeitado o direito de propriedade e o mercado forneça informações confiáveis, permitindo aos participantes dos mercados financeiros e de capitais (acionistas e credores) maior segurança nos investimentos e no planejamento.

Vieira e Mendes (2004) abordam que a Governança Corporativa aparece como um importante mecanismo no processo de melhora da transparência na gestão das empresas e está associada a uma política voltada para minimizar a assimetria de informações presente nos

mercados. A adoção de boas práticas de governança busca proporcionar o tratamento igualitário entre acionistas e demais partes interessadas na gestão das empresas melhorando a transparência e a credibilidade da informação.

Os objetivos centrais e os princípios básicos de Governança Corporativa, tanto do Código do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC quanto dos princípios da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, têm os mesmos propósitos e são muito similares. Em geral, indicam caminhos para todos os tipos de sociedades, por ações, de capital aberto ou fechado, limitadas ou civis, visando aumentar o valor da sociedade, melhorar seu desempenho, facilitar acesso a capital a custos mais baixos e contribuir para a perenidade da sociedade. **Os princípios básicos ou pilares da Governança Corporativa abordam as questões relativas à equidade, transparência, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa.** Tratam de questões relativas à propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho fiscal, conduta e conflito de interesses.

Carvalho (2000) e Vieira e Mendes (2004) ressaltam que a remoção dos problemas conjunturais e de natureza macroeconômica não é condição suficiente para garantir que os mercados financeiros se desenvolvam, é necessário considerar os entraves institucionais como a proteção aos investidores minoritários. Por outro lado, a profissionalização na gestão das empresas em um mercado extremamente competitivo faz com que, muitas vezes, os proprietários fiquem ausentes do dia a dia das empresas e passem a efetivar sua influência nas decisões, fundamentalmente através do conselho de administração. Essa evolução leva a outra questão: como conduzir a gestão da empresa de modo a maximizar o interesse dos proprietários? Segundo os autores, entre as diversas abordagens da Governança Corporativa, esta pode ser entendida como um problema de agente-principal, onde é necessário estabelecer mecanismos adequados para que os administradores (agentes) conduzam a companhia de forma a atender aos interesses dos seus acionistas (principais).

Neste sentido, a Governança Corporativa pode ser vista aqui como um mecanismo que busca propiciar maior transparência, disciplina e responsabilidade dos administradores das empresas para com os acionistas. Um bom sistema de Governança Corporativa fortalece o mercado de capitais, tornando-se fator importante para o crescimento econômico à medida que fortalece as empresas, reforça competências, amplia as bases estratégicas para a criação de valor e harmoniza interesses.

Carvalho (2003) afirma que o desenvolvimento do mercado de capitais passa pela instituição de boas práticas de Governança Corporativa. A adoção de modelos eficazes de

Governança Corporativa aumenta a liquidez e o volume negociado em bolsa, valoriza e reduz a volatilidade das ações das empresas, auxiliando na redução da exposição a fatores macroeconômicos.

O mercado de capitais brasileiro durante muito tempo apresentou dificuldades para deslançar, seja por problemas de ordem legal, pela ausência de práticas de Governança Corporativa, pela pouca proteção aos acionistas minoritários ou devido à estrutura societária das companhias ou por fatores relacionados à instabilidade econômica, com inflação alta e taxas de juros elevadas, vivida até meados dos anos 1990. O fato é que algo precisava ser feito no sentido de tentar impulsionar o mercado de capitais doméstico para que deixasse de ser coadjuvante no processo de canalização de recursos para o setor produtivo e passasse a ser importante fonte de financiamento para as empresas via emissão de ações ou títulos de dívidas (debêntures, notas promissórias, etc.).

Com o intuito de promover o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, a Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA¹ implementou a partir de 2000 o Novo Mercado e os níveis diferenciados de Governança Corporativa. A bolsa entendia que a melhora na qualidade das informações prestadas pelas companhias e a ampliação dos direitos societários reduziriam as incertezas no processo de avaliação do investimento. Com o aumento da confiança elevar-se-ia a disposição dos investidores em adquirir ações das empresas, tornando-se seus sócios. Com o aumento do interesse pelas ações, melhoraria suas precificações, novas aberturas de capital seriam incentivadas e fortaleceria o mercado acionário como fonte de financiamento às empresas.

Diante das dificuldades de modificar a legislação e de superar obstáculos políticos, mecanismos de adesão voluntária como o Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA surgem como alternativa factível. Nesse cenário foram criados os segmentos especiais da bolsa, onde as empresas se comprometem voluntariamente em adotar boas práticas de Governança Corporativa. Os

¹ A Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa foi fundada em 23/08/1890 e recebeu oficialmente este nome em 1967. Ao longo de sua existência passou por muitas transformações. Em Assembléia Geral Extraordinária (AGE) realizada em 28/08/2007, foi aprovada reestruturação societária da Bovespa que deixou de ser uma instituição sem fins lucrativos tornando-se uma sociedade por ações. Com a reestruturação, foi criada a sociedade Bovespa Holding. Foi realizada Oferta Pública de Ações e as ações da Bovespa Holding passaram a ser negociadas no Novo Mercado em 26/10/2007 sob o código BOVH3. Em Assembléia realizada em 28/11/2008, através de acordo operacional com a Bolsa de Mercadorias & Futuros - BM&F que tinha suas ações negociadas no Novo Mercado desde 30/11/2007 com o código BMEF3, foi criada a BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros que incorporou as atividades das duas bolsas e passou a negociar no Novo Mercado sob o código BVMF3. (www.bmfbovespa.com.br). Considerando que a BOVESPA realizou inúmeras ações no mercado de capitais brasileiro antes de alterar sua razão social em 2008, neste estudo, serão utilizados tanto os nomes BOVESPA, quanto BM&FBOVESPA para se referir à bolsa de valores brasileira.

segmentos especiais foram concebidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociações que estimulasse o interesse dos investidores e a valorização das empresas.

As empresas registradas nesses segmentos especiais assumem compromissos de Governança Corporativa adicionais aos existentes na legislação. Os compromissos referem-se à prestação de informações que facilitam o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores das companhias e à adoção de regras societárias que melhor equilibram os direitos de todos os acionistas, independentemente da sua condição de controlador ou investidor.

O mercado de capitais no Brasil vem crescendo consideravelmente nos últimos anos, principalmente a partir de 2002. Observa-se uma mudança de patamar, que vai desde aumento nos volumes negociados em bolsa de valores, crescimento de emissões de ações e títulos de dívidas (debêntures) para financiamento das empresas, até a valorização das ações em bolsa. Adicionalmente, o mercado de capitais brasileiro vem ganhando novos investidores, tanto individuais (pessoa física), como institucionais e investidores estrangeiros que se sentem atraídos por um mercado que evolui a cada dia.

Neste contexto, esta dissertação tem como objetivo central analisar a contribuição do Novo Mercado e dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Este estudo aborda desde a importância dos mercados financeiros e suas estruturas para a alocação de recursos nas economias até alguns problemas que podem influenciar a tomada de decisões e a eficiência nos mercados. Será observado que a Governança Corporativa é um instrumento muito importante para auxiliar na redução dos problemas de informações, proteção a acionistas minoritários e outros fatores que influenciam os agentes que atuam nos mercados financeiros e de capitais. Vai-se observar também que mercados que utilizam boas práticas de Governança Corporativa tendem a ser mais desenvolvidos, eficientes e agregam valor às empresas. Por fim, destaca-se a evolução recente do mercado de capitais brasileiro, bem como a contribuição da implementação do Novo Mercado da BM&FBOVESPA e dos níveis diferenciados de Governança Corporativa para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

Especificamente, o capítulo 2 destaca a importância dos mercados financeiros no processo de alocação de recursos em uma economia. Esse capítulo tem a intenção de demonstrar a canalização de recursos de poupadores para investidores e como esse processo é importante para uma alocação eficiente de recursos e para o crescimento e desenvolvimento econômico. Verificam-se a estrutura dos mercados financeiros e de capitais e a relevância da

informação. Adicionalmente, discutem-se os instrumentos utilizados pelo mercado para viabilizar o seu funcionamento, como os veículos de créditos e de títulos de dívida e ações, os mercados primários e secundários, a intermediação financeira e a internacionalização dos mercados.

Destacam-se algumas questões que influenciam no funcionamento dos mercados, como os custos de transação, informação assimétrica, seleção adversa, risco moral, a relação entre agente e principal e a importância das expectativas nos mercados financeiros. No último item do mesmo capítulo, faz-se um breve histórico sobre a evolução do mercado financeiro e de capitais no Brasil.

No capítulo 3 abordam-se o conceito e a importância da Governança Corporativa, com destaque para seu papel na melhora do nível de informação, transparência e no alinhamento dos interesses e das relações entre os participantes do mercado, sejam acionistas controladores ou minoritários. Salienta-se que os mercados de capitais que estimulam a utilização de boas práticas de Governança com igualdade de tratamento aos acionistas são mais desenvolvidos. Também observa-se que a Governança Corporativa é um eficiente mecanismo para auxiliar na redução de problemas de “informação assimétrica” e “conflitos de agência”.

Demonstram-se aspectos relativos à Governança Corporativa e Mercado de Capitais e regulamentação dos mercados no processo de criação de um ambiente institucional de maior proteção aos investidores, principalmente os acionistas minoritários.

O capítulo 3 ainda destaca a relação da Governança Corporativa com o mercado de capitais no Brasil. Observam-se alguns dos principais entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais nacional, bem como as principais medidas tomadas no sentido de impulsionar e aperfeiçoar o mercado, com ênfase para a criação do Novo Mercado e dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, salientando suas principais características.

Após a implementação dos segmentos que adotam boas práticas de governança na bolsa de valores, o mercado de capitais brasileiro evoluiu significativamente. Diante desse desenvolvimento do mercado doméstico, o Capítulo 4 se propõe a analisar essa evolução recente do mercado que se destaca pelo aumento dos negócios em bolsa, inclusive com aumento nos volumes de recursos negociados, na liquidez dos papéis e valorização das ações; enfim, percebe-se um amadurecimento do mercado, inclusive com maior participação de investidores individuais e estrangeiros. Demonstra-se o crescimento significativo de emissões de ações, tanto de abertura de capital de novas empresas no mercado primário, quanto de

emissões no mercado secundário, e emissões de títulos de dívida, como as debêntures, que atingem patamares históricos.

Por fim o capítulo 4 aborda a contribuição do Novo Mercado e dos níveis diferenciados de Governança Corporativa para o processo de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Adicionalmente destaca-se o processo de consolidação desse novo patamar de desenvolvimento do mercado de capitais, bem como as necessidades de se continuar o aprimoramento e de melhorar as perspectivas para o mercado.

Verifica-se que a evolução do mercado de capitais brasileiro não pode ser explicada por uma variável isoladamente, mas por fatores que se complementam. Faz parte desse processo o cenário econômico favorável, principalmente antes da crise de 2008, aliado à implementação do Novo Mercado e dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da bolsa, bem como os avanços legais, regulatórios e institucionais que corroboraram na evolução recente e no processo de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

2 MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS: DEFINIÇÕES E ESTRUTURA

Este capítulo propõe-se a destacar a função e a importância dos mercados financeiros e de capitais na alocação de recursos em uma economia. Quanto mais eficiente os mercados financeiros na alocação de recursos, e na canalização desses recursos de poupadores para investidores ou na alocação de crédito, mais eficiente tende a ser o processo de desenvolvimento econômico.

A seção 2.1 aborda as definições e estruturas dos mercados financeiros e de capitais. A 2.2 destaca como os mercados financeiros são estruturados, bem como sua importância no processo de transferência de recursos entre os agentes econômicos, o que é fundamental para o crescimento e desenvolvimento econômico. Adicionalmente, abordam-se os instrumentos utilizados pelo mercado para viabilizar o seu funcionamento, como os veículos de créditos e de títulos de dívida e ações, os mercados primários e secundários, a intermediação financeira e a internacionalização dos mercados.

A seção 2.3 destaca algumas questões que influenciam no funcionamento dos mercados, como os custos de transação, informação assimétrica, seleção adversa, risco moral e a relação entre agente e principal. A 2.4 trata das expectativas nos mercados financeiros e a 2.5 faz um breve histórico sobre o mercado financeiro e de capitais no Brasil.

2.1 A IMPORTÂNCIA DOS MERCADOS FINANCEIROS

Para uma economia crescer e se desenvolver é necessário que haja investimentos e que, pelo menos, parte do produto criado pela sociedade seja destinada à acumulação dos meios de produção, ampliando sua capacidade produtiva. Os investimentos vão desde máquinas e equipamentos (meios de produção) até a qualificação de mão-de-obra necessária para operar as máquinas, aumentar a produtividade e melhorar a eficiência. (CARDIM DE CARVALHO et al., 2007; MISHKIN, 2000).

Cardim de Carvalho et al. (2007) revelam que nas economias primitivas, restritas quase que exclusivamente a atividades agrícolas, as famílias abriam mão de consumo presente e poupavam para consumir no futuro. As famílias separavam certa proporção da colheita que

não seria consumida e destinavam para o plantio (processo produtivo) que, caso fosse em escala crescente, proporcionaria crescimento econômico.

Nas economias modernas de mercado, a maior parte do investimento não resulta da decisão de não consumir o produto para reutilizá-lo no processo produtivo. O investimento resulta de decisões de produzir máquinas, equipamentos, infraestrutura, qualificação de mão-de-obra com o objetivo de acumular riqueza. O investimento é resultado de uma decisão prévia de produzir bens que irão produzir outros bens. A sociedade entende que investir depende da expectativa de que outros estejam dispostos a comprar os novos produtos criados. É necessário que a nova produção criada valha a pena e melhore a renda do investidor, além disso, investir deve ser lucrativo.

As economias capitalistas modernas descobriram que o aprofundamento de relações financeiras entre os agentes econômicos é um poderoso instrumento de viabilização do investimento. As relações financeiras são estabelecidas sempre que um agente econômico é capaz de transferir o comando sobre recursos para terceiros contra o reconhecimento de uma obrigação. A forma mais simples de relação financeira é o crédito. O crédito, de acordo com a abordagem de Cardim de Carvalho et al. (2007), se estabelece, genericamente, quando um agente empresta recursos a outro, por um prazo determinado e é remunerado através do pagamento de juros.

Schumpeter (apud CARDIM DE CARVALHO et al., 2007) ² acredita que a característica mais distintiva do capitalismo moderno reside exatamente no desenvolvimento de sistemas de crédito. Schumpeter identifica no desenvolvimento de sistemas de crédito organizados a oportunidade para novos empreendedores sem que os mesmos sejam ricos. O autor reforça que os sistemas financeiros possibilitam alocar os recursos de maneira produtiva, inovar e assim alavancar o desenvolvimento econômico, permitindo uma alocação dos recursos mais eficiente do que a situação anterior permitiria.

Adicionalmente, Keynes (apud CARDIM DE CARVALHO et al., 2007) ³ observa que a construção de um sistema de contratos em moeda, em que um agente transfere recursos a outro e se definem obrigações entre as partes, é o que separa a civilização moderna das formas mais primitivas e menos eficientes do ponto de vista produtivo de organização social.

Ocorre que alocar recursos em máquinas e equipamentos, em uma economia de mercado, é mais arriscado do que o simples entesouramento de moeda. Além disso, as

² SCHUMPETER, Joseph Alois. *The theory of economic development : an inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle*. New York: Oxford University Press, 1961. xii, 255 p.

³ KEYNES, J.M. *The general theory of employment, interest and money*. London: Mac Millan, 1936.

KEYNES, J.M. *Treatise on money*, vol. 1 e 2 London: Mac Millan, 1971.

transações financeiras dependem dos termos e condições estabelecidas, como, por exemplo, as taxas de juros cobradas e a boa fé na realização de contratos financeiros, o que torna o sucesso do negócio ou empreendimento mais difícil e, como consequência, com maior nível de risco.

Tanto a eficiência de um dado sistema financeiro em promover e apoiar o desenvolvimento econômico, quanto sua capacidade de manter os riscos dessa atividade dentro de intervalos aceitáveis, depende, em grande medida, da forma pelo qual ele é organizado. Estruturas financeiras alternativas podem ser funcionais em circunstâncias diferentes, dependendo da solidez da economia, do seu grau de desenvolvimento, da sofisticação de suas estruturas legais, etc. [...] (CARDIM DE CARVALHO et al. 2007, p. 213).

Quanto à forma de organização dos mercados, Cardim de Carvalho et al (2007) fazem uma distinção relevante entre sistemas financeiros baseados em mercado, que são aqueles onde a maior proporção das necessidades de financiamentos dos agentes é satisfeita através da emissão de títulos nos mercados monetários e de capitais, e sistemas baseados em crédito, onde normalmente operam os bancos.

As inovações institucionais, como sistemas de créditos e contratos, trazem consigo a possibilidade de criação de mercados para produtos e para obrigações. Os sistemas financeiros constituem-se de instituições e mercados que viabilizam transações com promessas de pagamentos futuros, feitas por agentes que se tornam devedores e aceitas por outros agentes com direitos a serem exercidos, na mesma data, que são os credores. Cardim de Carvalho et al. (2007) afirmam que os sistemas financeiros mais sofisticados permitem a negociação de títulos de propriedade, em que se transacionam expectativas de pagamento, solidarizando-se todas as partes como coproprietárias de um empreendimento, isto é, direitos de propriedade chamados de ações de uma empresa.

Mishkin (2000) defende que os mercados financeiros e de capitais são aqueles onde são transferidos recursos daqueles que os possuem em excesso (poupadores) para aqueles que necessitam deles (gastadores). Os mercados financeiros, de títulos e ações, são importantes na canalização de fundos de pessoas que não fazem uso produtivo dos recursos para aqueles que o fazem, resultando em um processo de maior eficiência econômica. As atividades em mercados financeiros têm efeitos sobre a fortuna pessoal, o comportamento de empresários, consumidores e sobre o desempenho da economia como um todo.

A canalização de fundos de poupadores para gastadores é importante para a economia pela razão de que aquelas pessoas que poupam com frequência não são as mesmas que têm oportunidades lucrativas de investimento disponíveis para elas, os empresários. Na

ausência de mercados financeiros não seria possível essa transferência de recursos, e as pessoas ficariam restringidas em seus planos e estariam em situação pior. Os mercados financeiros são importantes para promover a eficiência econômica por permitir que, por exemplo, alguém tome recursos emprestados para adquirir um imóvel, mesmo sem ter os recursos disponíveis no momento da compra, e aqueles que dispõem de recursos o emprestem e recebam juros sobre o empréstimo. O resultado final seria que as duas partes ficariam em situação melhor, o que não seria possível na ausência de mercados financeiros.

De acordo com Mishkin (2000), mercados e intermediários financeiros em bom funcionamento são necessários para aumentar o bem-estar e a eficiência econômica e são cruciais para a saúde da economia. Os mercados financeiros desempenham a função econômica essencial de canalizar recursos ou fundos de pessoas que pouparam em excesso, por gastarem menos que suas receitas, para aqueles que têm escassez de recursos porque desejam gastar mais do que suas receitas. Eles, além de aumentar a produção e a eficiência em uma economia, melhoram diretamente o bem-estar dos consumidores permitindo-lhes planejar melhor o momento de suas compras. Os mercados financeiros fornecem recursos para as pessoas comprar o que necessitam, e podem, sem forçá-las ter que esperar até o momento de ter poupado toda a quantia necessária para a compra. Os mercados financeiros que operam eficientemente melhoram a prosperidade econômica de todos em uma sociedade.

Beim e Calomiris (2001) reforçam a importante função dos sistemas financeiros de formação de poupança e seu uso para o investimento produtivo e destacam que normalmente países com sistemas financeiros desenvolvidos têm crescimento econômico mais robusto. Dessa forma, observa-se que é fundamental para o crescimento de um país que seu sistema financeiro seja desenvolvido e conectado com a atividade econômica.

De acordo com Mishkin (2000), a razão de muitos países em desenvolvimento experimentarem taxas de crescimento muito baixas é que seus sistemas financeiros são subdesenvolvidos. O autor destaca que a análise econômica da estrutura financeira ajuda a esclarecer que os sistemas financeiros desses países enfrentam sérias dificuldades que os impedem de operar eficientemente.

Nóbrega et al. (2000) abordam que o desenvolvimento econômico sustentável depende da expansão contínua da capacidade de produção. Essa expansão é função, por sua vez, de investimentos em capital e recursos humanos. O crescimento se acelera quando os investimentos se direcionam para as alternativas com maiores retornos econômicos e sociais. O mercado de capitais permite o fluxo de capital de quem poupa para quem necessita de

recursos para investimento produtivo e cria condições que incentivam a formação de poupança e a direciona para as melhores alternativas.

Os investimentos e a forma como são realizados estão, portanto, na raiz do processo de desenvolvimento econômico e social. A poupança, que viabiliza os investimentos, é outro componente essencial do processo. E a eficiência na utilização da poupança é crucial, pois ela determina o custo do investimento. A melhor conjugação de todos esses fatores gera o círculo virtuoso do desenvolvimento e permite à sociedade desfrutar de níveis crescentes de bem-estar e de redução da pobreza.

Os países desenvolvidos ou em acelerado processo de desenvolvimento ostentam elevadas taxas de poupança, alta eficiência na sua intermediação ou uma combinação dessas duas virtudes. O crescimento econômico está associado, assim, a elementos incentivadores da formação de poupança e de sua intermediação eficiente, que a torne acessível para quem quer investir. Por isso é relevante para um país que tenha um mercado financeiro e de capitais desenvolvido.

2.2 A ESTRUTURA DOS MERCADOS FINANCEIROS

Observa-se a importante função dos mercados financeiros na canalização de recursos de poupadores para investidores. A eficiência de um sistema financeiro em promover e apoiar o desenvolvimento econômico e sua capacidade de manter riscos dessas atividades dentro de intervalos aceitáveis depende, em grande medida, de como sua estrutura é organizada. É importante a solidez da economia, grau de desenvolvimento econômico, sofisticação das estruturas legais (ambiente regulatório), relações financeiras e a transferência de recursos entre agentes econômicos de acordo com a natureza da transação financeira e do contrato resultante (mercado de crédito e mercado de títulos).

Cardim de Carvalho et al. (2007) destacam que o investimento não se vale apenas das sobras do produto disponível por abdicação do consumo, mas é resultado de uma decisão prévia de se produzir bens que vão produzir outros bens. Os autores reforçam seus argumentos dizendo que o investimento nas economias modernas é feito para dar lucro, muito mais do que simplesmente para satisfazer necessidades. E que essas economias descobriram, através do desenvolvimento e aprofundamento das relações financeiras entre os agentes econômicos, poderosos instrumentos de viabilização do investimento.

As relações financeiras são estabelecidas sempre que um agente econômico consegue transferir o comando dos recursos para terceiros contra o reconhecimento de uma obrigação. A mais simples e fundamental forma de relação financeira conhecida é o crédito. Conforme Cardim de Carvalho et al. (2007) uma relação de crédito se estabelece quando um agente empresta recursos a outro por um prazo determinado e é remunerado por isso através do pagamento de juros.

Além do crédito, onde operam predominantemente os bancos, outra fonte importante de financiamento é a emissão de papéis nos mercados monetários e de capitais através de títulos de dívida ou ações.

Mishkin (2000) complementa que a maneira para se valer de instrumento de dívida é emitir um título ou uma hipoteca.⁴ Esses títulos são negociados através de acordos contratuais firmados entre o emprestador para pagar ao portador do título quantias fixas em intervalos regulares (pagamento de juros e principal) até uma data específica (data do vencimento), quando um pagamento final é efetuado.

Os instrumentos de dívida são considerados de **curto prazo** quando seu vencimento é de menos de um ano, de **médio prazo** quando seu vencimento está entre um e dez anos e de **longo prazo** quando seu vencimento é superior a dez anos. Os títulos de dívida mais utilizados são *bônus*, *commercial papers*, notas promissórias, debêntures; há também os títulos de dívida que são conversíveis em ações, em que é permitido ao proprietário do título converter em ações no vencimento em vez de receber o valor correspondente.

Outro importante método de levantar recursos é através de emissão de títulos de propriedade, como ações de empresas de capital aberto, que são direitos a uma parcela da receita líquida e os ativos de uma empresa. Se o acionista ou investidor possui uma ação ordinária, negociada na bolsa de valores, de uma determinada empresa que emitiu um milhão de ações, ele tem direito a um milionésimo dos ativos da companhia. As ações geralmente efetuam pagamentos periódicos (mensais, trimestrais, semestrais ou anuais) de dividendos aos seus portadores e são considerados títulos de longo prazo porque não têm data de vencimento.

No caso dos títulos de propriedade (ações), o agente superavitário (investidor) se torna sócio do agente deficitário (tomador) como resultado do processo de financiamento. Como sócio, o agente superavitário não tem direito a cobrar de volta os recursos que cedeu,

⁴ As hipotecas são empréstimos a famílias ou firmas para a compra de moradia, terra ou propriedades imobiliárias, em que a estrutura ou a própria propriedade (casa, terra) é dada como garantia para os empréstimos. O mercado de hipotecas é o maior mercado de dívida dos Estados Unidos, principalmente hipotecas residenciais. (MISHKIN, 2000).

mas recebe em troca a possibilidade de compartilhar os lucros em condições de igualdade com o empreendedor a quem financiou.

Por outro lado, os portadores de títulos de dívida não partilham ou se solidarizam com o empreendimento que está sendo financiado. Sua remuneração não se dá por participação nos lucros e sim através de uma taxa de juros e com prazo determinado. Os títulos (papéis) de maturidade mais longa, sujeitos a variações no valor de mercado em relação ao seu valor de face (valor de emissão) são transacionados no mercado de capitais, que, por sua vez, se desdobra em mercado de títulos e ações.

2.2.1 Mercados Primários, Mercados Secundários, Mercados Públicos e Mercados Privados

O **mercado primário** é o mercado financeiro no qual novas emissões de títulos, como títulos de dívidas ou ações, são vendidas aos compradores iniciais pela empresa ou órgão do governo pedindo empréstimo de fundos. Ou seja, é a emissão inicial de um título ou sua primeira operação de compra. O **mercado secundário** é o mercado financeiro no qual os títulos de dívida ou ações que tenham sido previamente emitidos e, portanto, são de “segunda mão” podem ser revendidos. O mercado secundário é aquele criado para permitir negociação contínua de títulos do passado, ou para operações de compra e venda posteriores à primeira colocação no mercado primário. (MISHKIN, 2000; CARDIM DE CARVALHO et al., 2007).

Quando um indivíduo compra um título em um mercado secundário, a pessoa que o vendeu recebe dinheiro em troca, mas a empresa que emitiu o título não obtém novos fundos. A empresa somente recebe o dinheiro ou adquire novos fundos para financiar suas atividades quando seus títulos são negociados inicialmente no mercado primário. Entretanto, os mercados secundários têm duas funções importantes. A primeira é que eles tornam mais fácil a venda desses instrumentos financeiros para obter recursos, eles tornam os títulos mais **líquidos**. Com maior liquidez, os títulos são mais desejáveis e, portanto, mais fáceis para que a empresa venda no mercado primário. A segunda função é que eles determinam o preço do título que a firma emissora vende no mercado primário. Os compradores do título no mercado primário não pagarão ao emissor mais do que o preço que eles pensam que o mercado secundário fixará pelo título. Quanto mais alto o preço do título no mercado secundário, mais alto será o valor que uma empresa vai receber na emissão de um novo título no mercado

primário e, conseqüentemente, maior o volume de recursos que a empresa poderá obter. Com isso, as condições do mercado secundário são importantes para as empresas emissoras de títulos.

De acordo com Mishkin (2000), os mercados primários para títulos de dívida não são muito conhecidos do público em geral porque a venda dos títulos se dá para clientes exclusivos. A negociação inicial desses títulos se dá através de uma instituição financeira importante que é um banco de investimento através de um processo de *underwriting*⁵, garantindo um preço mínimo à empresa e, após, vendendo-os para o público.

Outra distinção importante feita por Cardim de Carvalho et al. (2007) é em relação aos tipos de mercados. Os autores destacam os **mercados públicos** que são aqueles cujas condições de operações permitem a qualquer participante potencial usufruir, em princípio, das mesmas vantagens que qualquer outro participante. Os contratos e seus termos são de conhecimento e acessíveis a todos. Os **mercados públicos** são competitivos e, neles, vale a “lei do preço único”. Isto é, as taxas de juros tendem a um único valor para contratos da mesma natureza. O exemplo mais claro desses mercados são os pregões das bolsas de valores, onde as ofertas de compra e venda são anunciadas a todos os operadores que competem entre si pelo melhor preço.

Os **mercados privados** não são acessíveis a todos os participantes. As transações são feitas à margem dos mercados públicos em condições que são acordadas de forma bilateral. Essas operações são chamadas de “operações de balcão” ou identificadas com a sigla OTC (*over the counter*) da mesma operação em inglês. Os mercados de balcão são importantes tanto no segmento de crédito como nos mercados de derivativos, pois permitem que as instituições financeiras tratem de maneira diferenciada cada cliente e formulem contratos com características e termos diferentes entre si. (CARDIM DE CARVALHO et al., 2007).

2.2.2 Instrumentos do Mercado Financeiro

De acordo com Mishkin (2000), uma das formas de distinguir os tipos de mercados é com base no prazo de vencimento dos títulos negociados em cada mercado. O mercado monetário é um mercado financeiro no qual somente títulos de dívida de curto prazo (prazo

⁵ Underwriting significa subscrição, emitir ações para captar novos recursos junto a acionistas. (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2005).

menor que um ano) são negociados. O mercado de capital é o mercado no qual dívidas de longo prazo (vencimento de um ano ou superior) e títulos de propriedade, por exemplo, ações (sem prazo de vencimento), são negociados.

Os títulos do mercado monetário são, em geral, mais negociados do que títulos de longo prazo e, por isso, tendem a ter maior liquidez e menores flutuações nos preços, o que os torna mais seguros para os investidores. Os títulos de mercado de capital, ações, debêntures e outros títulos de dívida de longo prazo, são frequentemente de propriedade de intermediários financeiros como companhias de seguros e fundos de pensão, os quais têm pouca incerteza sobre a disponibilidade da quantidade de fundos no futuro.

Conforme foi observado, os mercados financeiros desempenham importante função na canalização de recursos de emprestadores-poupadores para tomadores-gestores. No mercado monetário, considerado de menor risco para os investidores, os instrumentos mais utilizados nos Estados Unidos são as Letras do Tesouro dos Estados Unidos (com prazos de 3, 6 e 12 meses), Certificados de Depósito Bancários Negociáveis, *Commercial Papers*, Aceites Bancários, Acordos de Recompra, Fundos Federais, Eurodólares. (MISHKIN, 2000).

No Brasil, os títulos mais conhecidos são os títulos públicos como as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), que possuem prazos de vencimento longos e curtos com liquidez diária, que servem como lastro para operações de *open market* e *overnight* para regular o caixa diário das instituições financeiras. Outros exemplos de títulos públicos são as Notas do Tesouro Nacional (NTN) e as Letras do Tesouro Nacional (LTN). Há também os títulos privados como os Certificados de Depósitos Bancários (CDBs) que são emitidos pelos bancos e negociados no mercado financeiro e títulos de empresas privadas, como as Notas Promissórias. (FORTUNA, 2005).

Os instrumentos do mercado de capital, títulos de dívida e ações, por terem seus vencimentos com mais de um ano, têm maiores flutuações de preço do que os instrumentos dos mercados Monetários. Os principais títulos negociados nos Estados Unidos são Ações de Empresas, Hipotecas, Títulos de Dívidas de Empresas, Bônus do Governo dos Estados Unidos (negociáveis a longo prazo), Títulos de Dívida de Órgãos do Governo dos Estados Unidos, Bônus de Governos Estaduais e Locais, Empréstimos de Consumidor de Bancos Comerciais. (MISHKIN, 2000).

No Brasil os instrumentos de mercados de capital são os títulos de dívidas de empresas como ações, debêntures e outros títulos captados para expandir os investimentos e com prazos longos de vencimentos. (FORTUNA, 2005).

Foram citados esses instrumentos dos mercados monetário e de capital tendo em vista a relevância que exercem no mercado financeiro como um todo. Entretanto, este estudo tem como objetivo principal analisar o mercado de ações, mais especificamente o mercado de ações brasileiro e seu segmento de maior nível de Governança Corporativa que é o “Novo Mercado” da BM&FBOVESPA.

2.2.3 Internacionalização dos Mercados Financeiros

A internacionalização dos mercados financeiros vem crescendo de maneira significativa nos anos recentes. Segundo Mishkin (2000), antes dos anos 1980 o mercado financeiro interno dos Estados Unidos era muito maior do que fora do país, mas a dominância do mercado norte-americano está diminuindo. O autor destaca que o crescimento dos mercados financeiros estrangeiros tem sido resultado tanto do aumento do nível de poupança mundial, com destaque para o Japão e outros países Asiáticos, quanto da falta de regulamentação em alguns mercados financeiros estrangeiros, que os tem capacitado para expandir suas atividades.

As empresas e bancos norte-americanos tendem mais a recorrer aos mercados de capitais internacionais para buscar os recursos que necessitam, e os investidores norte-americanos frequentemente buscam oportunidades de investimento no exterior. Da mesma forma, empresas e bancos estrangeiros levantam fundos nos Estados Unidos e alocam seus investimentos, tornando-se importantes investidores naquele país. Muitas empresas brasileiras negociam seus títulos via *American Depositary Receipts* (ADRs) na bolsa de Nova York e emitem títulos para captar recursos fora do Brasil, tanto nos Estados Unidos como na Europa, participando ativamente do processo de internacionalização dos mercados financeiros.

Até poucos anos, o mercado de ações dos Estados Unidos era o maior do mundo, entretanto os mercados acionários estrangeiros cresceram muito. A globalização econômica e dos mercados financeiros faz com que os investidores prestem atenção não somente nos mercados onde residem, mas em todos os principais mercados mundiais.

A internacionalização dos mercados financeiros está liderando o caminho para uma economia mundial mais integrada, no qual os fluxos de bens e tecnologia são mais comuns entre os países. No entanto, assim como aumentam os fluxos de capitais entre países, aumentam os riscos a que os investidores estão expostos, principalmente em momentos de

crises, com isso, os agentes dos mercados necessitam cada vez mais de informações confiáveis e regulamentação para se tornarem atraídos e alocar recursos em diversas partes do mundo.

Beim e Calomiris (2001) destacam que o crescimento significativo de economias emergentes juntamente com o desenvolvimento de seus mercados de capitais vêm contribuindo para a internacionalização dos mercados financeiros e criando oportunidades tanto para investidores quanto para os países tomadores de recursos. O crescimento dos mercados emergentes faz com que haja perdedores e vencedores, entretanto os autores destacam que os benefícios da internacionalização são maiores do que seus custos. A maior mobilidade de capitais permite muitos países em desenvolvimento se inserir no mercado global, inclusive incrementando o crescimento de suas economias com maior acesso a recursos internacionais. Entretanto, os autores fazem a ressalva de que é necessário haver regulamentação definida e regras claras como forma de minimizar riscos tanto para investidores quanto para tomadores de recursos.

2.2.4 Os Intermediários Financeiros e a Eficiência da Estrutura dos Mercados

Conforme Mishkin (2000), os fundos podem ser movimentados de emprestadores para tomadores por um segundo caminho, chamado de financiamento indireto porque envolve um intermediário financeiro que se toma emprestado fundos dos emprestadores-poupadores e faz empréstimos aos tomadores-gestores, além de ajudar a transferir fundos de um para o outro. Um intermediário financeiro pode ser um banco comercial, banco de poupança múltipla, cooperativas de crédito e outras instituições do mercado que intermedeiam as operações.

Cardim de Carvalho et al. (2007) acrescentam que essas instituições financeiras que interpõem suas próprias obrigações no processo de canalização de recursos do emprestador último ao tomador último realizam uma relação financeira denominada **intermediada**. Ou seja, o banco capta recursos através de depósitos e os empresta sob a forma de dívida para os tomadores, assumindo o risco de crédito da operação e a obrigação de devolver os recursos aos depositantes. Dessa forma, o mercado de crédito é uma **relação financeira intermediada**.

Por outro lado, existem as relações **financeiras desintermediadas** em que o emprestador último retém diretamente a obrigação do tomador final, como, por exemplo, na

colocação de *commercial papers* junto a fundos do mercado monetário, debêntures, bônus do governo ou ações de empresas junto a famílias ou fundos de investimento. Nesse tipo de relação financeira, o papel da instituição financeira é diferente do da relação anterior, limitando-se à promoção da colocação dos papéis, isto é, da corretagem de valores. As relações financeiras realizadas no mercado de capitais referem-se a operações **desintermediadas**. Aqui, o risco de crédito recai sobre o emprestador e não sobre a instituição financeira que promove o encontro entre emprestadores e tomadores. De uma maneira geral, mesmo nas relações consideradas por Cardim de carvalho et al. (2007) como desintermediadas, existem a figura e a importância dos intermediários financeiros para a concretização da operação.

O processo de financiamento indireto de intermediação financeira é o principal caminho para movimentar recursos de emprestadores para tomadores em países como Estados Unidos, Japão, Grã-Bretanha, Canadá, Itália, Alemanha e França. De acordo com Cardim de Carvalho et al. (2007), quando as empresas vão procurar recursos para financiar suas atividades, elas geralmente os obtêm através de intermediários financeiros e não diretamente no mercado de títulos. Os padrões de financiamento das empresas abertas diferem conforme cada país. Mesmo nos Estados Unidos e Canadá, que possuem os mercados de títulos mais desenvolvidos do mundo, os mercados financeiros (bônus, crédito) são mais importantes para as empresas do que o mercado de títulos (ações). Países como Alemanha e Japão fizeram menos uso do mercado de títulos. Por outro lado, Itália e França fazem mais uso do mercado de ações do que do mercado de crédito para levantar Capital.

No Brasil o mercado de títulos e ações é bem menos utilizado do que nos países desenvolvidos, mas, nos últimos anos, vem se desenvolvendo e se transformando em uma importante alternativa de levantar ou obter recursos para financiar as empresas. A elevada liquidez internacional aliada à estabilidade econômica e ao esforço dos agentes públicos e privados e a melhora da regulamentação e organização do mercado brasileiro fizeram com que muitas empresas venham captando recursos via emissão de novas ações ou abertura de capital através de oferta pública inicial (IPO).⁶

Os mercados financeiros e de capitais têm sido muito utilizados na transferência de recursos entre indivíduos. Um contrato financeiro é uma promessa de pagamento entre as partes em condições e termos estabelecidos pelos quais o pagamento será feito no futuro. É

⁶ IPO é a sigla em inglês que significa Initial Public Offering (oferta pública inicial) de ações de uma empresa. (ASSAF NETO, 2008; ROCCA, 2008).

possível que o contrato ou que as condições e termos não sejam cumpridos ou que o tomador não tenha condições de efetuar o pagamento.

Como todo o contrato financeiro envolve certo grau de risco de não ser cumprido ou, pelo menos, não ser cumprido como o agente que cede os recursos imaginava, ele combina expectativas de retornos e riscos de não concretização dessas expectativas. Diante disso, o mercado financeiro permite a transferência de riscos entre os agentes, por exemplo, com a utilização de contratos de derivativos, em que os riscos das operações são negociados entre as instituições financeiras. Essa transferência ou diluição do risco permite que agentes avessos a certas classes de risco participem dos mercados de recursos.

Cardim de Carvalho et al. (2007) destacam que cada classe de títulos ou contrato negociado no mercado financeiro e de capitais apresenta suas peculiaridades de retorno e risco que fazem parte da operação. É importante esclarecer a dinâmica e as características de cada mercado. Por exemplo, se uma debênture, que é um título de maturidade média, é colocada junto a investidores, é importante analisar se existe um mercado secundário com liquidez que permita os títulos e contratos serem negociados com possibilidade de revenda para atrair interessados.

Os custos dos recursos financeiros, a segurança do sistema, a natureza e a disponibilidade da informação e intermediação financeira são fundamentais para o bom funcionamento dos mercados e dependem de como são estruturados. Cardim de Carvalho et al. (2007) destacam que entender como o sistema financeiro de um país lida com a informação é a chave para entender seu desenvolvimento.

Mishkin (2000) reforça que os intermediários financeiros são uma parte importante na estrutura financeira no sentido de reduzir custos de transação e permitir, além do funcionamento do mercado, que pequenos poupadores e tomadores de recursos se beneficiem da existência de mercados financeiros. O autor defende que mercados financeiros e intermediários financeiros em bom funcionamento são necessários para aumentar o bem-estar e a eficiência econômica e são cruciais para a boa saúde de uma economia.

2.3 CUSTOS DE TRANSAÇÃO, INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA, SELEÇÃO ADVERSA, RISCO MORAL E O PROBLEMA DA RELAÇÃO ENTRE AGENTE E PRINCIPAL

Os mercados financeiros estão suscetíveis a vários problemas que influenciam seu funcionamento e sua estrutura. A seguir abordam-se situações que necessitam ser enfrentadas e analisadas para melhorar a eficiência do mercado e a atuação dos agentes nos mercados financeiros para que eles desempenhem sua função na economia.

2.3.1 Custos de Transação

Mishkin (2000) aborda que a estrutura do sistema financeiro é complexa e compreende diferentes tipos de instituições financeiras (bancos, seguradoras, fundos mútuos, companhias financeiras, etc.) e intermediários financeiros (instituições que intermedeiam as negociações entre os agentes). Estes são de grande importância para o mercado, pois possibilitam o acesso de pequenos investidores aos mercados na medida em que possuem estrutura e escala, reduzindo os “custos de transação” (intermediação financeira, etc.) favorecendo os negócios. Os custos de transação, o tempo e o dinheiro gastos para realizar transações financeiras são o grande problema para quem tem excesso de fundos para emprestar.

Os intermediários financeiros podem reduzir consideravelmente os custos de transação porque desenvolveram *expertise*. Pois, são mais bem preparados para desenvolver técnicas voltadas para a redução dos custos de transação, inclusive baixá-los consideravelmente, devido às vantagens de economias de escala. Estas vantagens ocorrem com a redução nos custos de transação por unidade monetária, conforme aumenta o tamanho das transações. Um benefício adicional para os investidores individuais é que um fundo mútuo (com muitos cotistas) é grande o suficiente para adquirir um portfólio diversificado, o que reduz o risco para os investidores e tende a aumentar o retorno sobre os investimentos.

Além disso, os intermediários financeiros permitem que sejam fornecidos fundos indiretamente a pessoas com oportunidades de investimento produtivas. Isso significa que os intermediários financeiros podem fornecer a seus clientes serviços de liquidez, contratos e

serviços de tecnologia e informática que as instituições financeiras necessitam para realizar suas tarefas, tornando mais barato e acessível para seus clientes realizar as transações.

2.3.2 Informação Assimétrica, Seleção Adversa e Risco Moral

Mishkin (2000) declara que a presença dos custos de transação nos mercados financeiros explica, em parte, a importância do papel dos intermediários financeiros e do financiamento indireto nos mercados financeiros. Entretanto, para entender de maneira mais completa a importância dos intermediários financeiros na estrutura financeira é importante observar o papel da informação nos mercados financeiros.

Quando uma das partes tem conhecimento insuficiente para tomar as melhores decisões sobre a outra parte envolvida numa transação, ocorre uma desigualdade chamada de “informação assimétrica”. Ou seja, nos mercados financeiros, uma parte frequentemente não sabe o suficiente sobre a outra parte para tomar decisões precisas. Um exemplo é quando um tomador de um empréstimo, geralmente, tem melhores informações sobre os retornos e riscos potenciais associados aos projetos de investimentos para os quais os fundos são destinados do que o emprestador. Outra situação registrada por Mishkin (2000) é que o grau de honestidade dos gestores de uma empresa só é de fato totalmente conhecido pelos próprios gestores, ou que esses gestores tenham mais informações do que os acionistas sobre o andamento das empresas, prejudicando a eficiência dos mercados.

A presença de “informação assimétrica” ou a falta de informação cria distorções no sistema financeiro e leva a problemas de “seleção adversa” e “risco moral” (*moral hazard*) que podem atrapalhar o funcionamento dos mercados financeiros. Empresas que tomam maior risco ou simplesmente trapaceiras podem ser as mais ansiosas em vender títulos a investidores imprudentes, e o problema da seleção adversa pode manter os investidores fora dos mercados financeiros.

A “seleção adversa” é o problema criado pela informação assimétrica antes de ocorrer a transação. Nos mercados financeiros acontece quando os tomadores potenciais, aqueles que mais ativamente buscam empréstimos, são os mais prováveis de produzir um resultado indesejável (adverso), isto é, um maior risco de crédito. Com isso aumentam as chances de um empréstimo ser concedido a um mau pagador, e os emprestadores podem decidir não conceder empréstimos mesmo que haja bons riscos de crédito ou bons pagadores.

Outro problema destacado por Mishkin (2000) é o “risco moral” que surge após a transação ocorrer. Neste caso, o prestador corre o risco de o tomador se engajar em atividades indesejáveis (imorais) do ponto de vista de quem está concedendo o crédito, pois diminui a probabilidade de pagamento do empréstimo. Ou seja, o tomador de crédito pode correr grandes riscos, com elevados lucros possíveis, mas com um maior risco de *default*, não pagando o empréstimo. Com o “risco moral”, os prestadores podem decidir não conceder empréstimos ou aumentar os custos de financiamentos, limitando o crédito na economia.

Mishkin (2000) avança afirmando que a “seleção adversa” influencia na estrutura financeira, interferindo no funcionamento eficiente de um mercado e cita o artigo de George Akerlof (1970)⁷ onde é abordado o “problema dos limões” no mercado de carros usados.⁸ Os compradores potenciais de carros usados em geral não podem avaliar a qualidade do carro, se ele é bom ou não, se vai funcionar bem ou não, se vai lhe causar desgosto ou não. Assim, o preço que o comprador paga deve refletir a qualidade média entre um carro de baixo valor (limão) e o alto valor de um carro bom (pêssego).⁹ O resultado dessa “seleção adversa” vai refletir que muitos carros bons sairão do mercado, pois serão subavaliados, ou avaliados pelo preço médio que contempla os carros ruins, e o preço vai cair.

Segundo Mishkin (2000), no mercado de títulos e ações poderá ocorrer um problema de “seleção adversa” semelhante ao caso dos limões. Quando um investidor ou comprador potencial de uma ação de uma empresa não consegue distinguir entre boas firmas com altos lucros esperados e baixo risco e firmas ruins com baixos lucros esperados e alto risco, ele está disposto a pagar pela ação somente um preço que reflita a média (entre as firmas boas e ruins). Se os donos ou gerentes da firma boa têm uma informação melhor que o acionista (comprador) potencial e sabem que sua ação vale mais do que ele está disposto a pagar, eles não vão vender o título (ação). Assim, as únicas firmas dispostas a vender títulos são as ruins, pois os preços são mais elevados do que realmente valem. Com isso, os investidores potenciais tendem a não querer comprar os títulos, o mercado não funcionará bem, e poucas firmas irão vender suas ações para levantar capital. Ou, no caso de um título de dívida, o investidor somente vai comprar os títulos se os juros forem tão elevados que compensem o risco que ele vai correr, dificultando a captação de recursos por parte das empresas nesse mercado.

⁷ AKERLOF, George. The market for lemons: quality, uncertainty and the market mechanism **Quarterly Journal of Economics**, n. 84, 1970, p. 488-500.

⁸ “Limões” é o termo popular utilizado nos Estados Unidos para denotar um automóvel de segunda mão que apresenta problemas sérios que só são descobertos após a compra do carro. (MISHKIN, 2000, p. 125).

⁹ Segundo Mishkin (2000), pêssego é outro termo popular usado nos Estados Unidos para denotar um carro de segunda mão em ótimas condições.

A presença dos “limões” não permite que os mercados de títulos de dívidas e ações sejam eficientes na canalização de recursos dos poupadores para os tomadores de empréstimos. Entretanto, Mishkin (2000) assegura que, na ausência de “informação assimétrica”, o problema dos limões acaba. Se os compradores de títulos conseguirem distinguir as boas firmas das ruins, eles pagarão o valor dos títulos emitidos pelas boas firmas e estas venderão seus títulos no mercado. Então, o mercado poderá movimentar recursos para as boas firmas que passam a ter oportunidades de investimentos mais produtivos.

O problema da “seleção adversa” nos mercados financeiros, gerada por “assimetria de informação”, ajuda a explicar por que os mercados financeiros estão entre os setores mais rigidamente regulamentados da economia. Nos Estados Unidos, a Securities and Exchange Commission - SEC é a agência do governo que exige que as empresas que vendem seus títulos no mercado para o público adotem padrões de Contabilidade, divulguem informações sobre suas vendas, ativos e ganhos. Regulamentações semelhantes são adotadas em outros países. No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM é o órgão governamental responsável pela fiscalização e regulamentação no caso de títulos de empresas, o Banco Central do Brasil é o órgão que regulamenta e fiscaliza o sistema financeiro (bancos).

2.3.3 Conflitos de Agência

Outro problema que pode ser encontrado nos mercados financeiros, segundo Mishkin (2000), é o “risco moral em ações”, ou seja, o problema entre agente e principal (conflito de agência). Quando os gerentes da firma (chamados de agentes) têm apenas uma participação pequena na empresa para a qual trabalham podem agir em interesse próprio e não de acordo com os acionistas majoritários - proprietários (chamados de principais), já que os gerentes têm menos incentivos para maximizar lucros, prejudicando todos os acionistas da empresa que compram seus títulos no mercado, inclusive os minoritários.

O mesmo autor avança afirmando que há outras indicações de que o problema entre agente e principal, gerado pelos contratos de participação acionária, pode ser sério, por exemplo, gerentes que montam escritórios luxuosos para si próprios ou dirigem carros de empresa caríssimos. Além de buscar benefícios pessoais, os gerentes também podem ir ao enalço de estratégias empresariais (como aquisição de outras empresas) que aumentam seu poder pessoal, mas não contribuem para maior lucratividade da empresa na qual trabalham. O

problema entre agente e principal não surgiria se os proprietários de uma firma tivessem todas as informações sobre as atividades de seus gerentes e pudessem evitar desperdícios de gastos e fraudes.

2.3.4 Instrumentos para Ajudar a Resolver os Problemas de Seleção Adversa, Risco Moral e Conflitos de Agência

Para buscar soluções para esses problemas ou imperfeições que ocorrem nos mercados financeiros foram sendo desenvolvidos instrumentos que envolvem a produção privada e venda de informação, a regulamentação governamental para aumentar a informação nos mercados, o uso de garantias e de patrimônio líquido, como cláusula dos contratos de dívida e a utilização de monitoramento e cláusulas restritivas.

Na ausência de “informação assimétrica”, o problema dos limões acaba. Se os compradores de títulos puderem distinguir as boas firmas das ruins, eles pagarão o valor total dos títulos emitidos pelas firmas boas, e estas venderão seus títulos no mercado. O mercado de títulos poderá então movimentar recursos para as firmas boas que têm as oportunidades de investimento mais produtivas.

Mishkin (2000) sugere alguns instrumentos para ajudar a solucionar o problema de seleção adversa e de risco moral (problema entre agente e principal) devido à “informação assimétrica”. O primeiro é a produção privada e venda de informação com detalhes sobre as empresas que queiram financiar seus investimentos. Essas informações seriam produzidas por empresas privadas especializadas em coletar dados e informar (vender) aos investidores que poderiam distinguir as boas das más firmas ao alocar seus recursos (ex.: agências de classificação de risco).

Entretanto, o autor afirma que a produção privada e venda de informação não resolve completamente o problema de seleção adversa nos mercados devido a outro problema chamado de *free-rider*.¹⁰ O problema do *free-rider* ocorre quando pessoas que não pagaram pela informação obtêm vantagem da informação pela qual outras pessoas pagaram. Com o problema do *free-rider*, a venda de informação privada sugere apenas uma solução parcial para o problema dos limões, na medida em que o investidor compra a informação que indica

¹⁰ Free-rider significa “caroneiro” em inglês e é muito utilizado na literatura econômica. (MISHKIN, 2000, p. 126).

as firmas boas e as ruins. O investidor quando paga pela informação, acredita que pode compensar seu custo adquirindo títulos das firmas boas que estão desvalorizadas. Porém, quando o “mau” investidor verificar o investidor que pagou pela informação comprando certos títulos que estão atrativos, ele também os comprará, apesar de não ter pago por nenhuma informação. Se muitos outros “maus” investidores agirem da mesma forma, haverá uma demanda crescente pelos títulos bons que estão desvalorizados, o que fará com que seus preços aumentem imediatamente, refletindo o valor verdadeiro dos títulos. Como resultado de todos esses *free-riders*, o investidor que pagou pela informação não poderá mais comprar títulos por menos que seu valor real e não terá nenhum lucro extra pela compra da informação e chegará a conclusão de que não deveria ter pago pela informação inicial.

Se todos os investidores chegarem a mesma conclusão, as empresas privadas não terão incentivos para produzir e vender informação suficiente para que valha a pena coletá-las e produzi-las. As baixas margens de lucros dessas firmas levarão a uma baixa produção de informação no mercado e, portanto, a seleção adversa (problema dos limões) ainda irá interferir no funcionamento eficiente dos mercados de títulos e ações.

Mishkin (2000) considera que um segundo instrumento importante que ajuda a reduzir o problema entre agente e principal é os acionistas se engajarem em algum tipo de produção de informação e monitoramento das atividades nas empresas, como, por exemplo, auditorias frequentes da empresa e controle das atividades dos gerentes. Ocorre que o processo de monitoramento pode ser caro em termos de tempo e dinheiro, é o que os economistas chamam de **elevados custos de verificação**. Isso talvez torne menos atraente os contratos de participação acionária e explicam, em parte, porque a emissão de ações pode ser menos atrativa para as empresas do que títulos de dívida.

Da mesma forma que ocorre com a seleção adversa, o problema do *free-rider* reduz a quantidade de produção de informação e diminui o monitoramento que reduziria o problema de risco moral (agente-principal). Se o investidor (acionista) sabe que outros acionistas estão pagando para monitorar as atividades da companhia da qual ele possui ações, ele poderá pegar uma “carona” (*free-ride*) nas atividades deles. Isso poderá influenciar todos os acionistas a não gastar recursos com monitoramento da firma. O problema do risco moral para ações ordinárias será sério, dificultando a emissão de ações por empresas como forma de obter mais capital.

A regulamentação do Governo para aumentar a informação é o terceiro instrumento descrito pelo autor. Como acontece com a seleção adversa, o governo tem um incentivo para tentar reduzir o risco moral causado pela informação assimétrica. Os governos possuem leis

para forçar as empresas aderirem a princípios e padrões de contabilidade que facilitem a verificação de lucros. São aprovadas leis que impõem penas duras a pessoas que cometem fraudes por esconder ou desviar lucros. Entretanto, mais uma vez, as medidas são eficientes em parte, na medida em que descobrir que esse tipo de fraude não é fácil, pois gerentes fraudulentos têm incentivos para dificultar que as agências do governo descubram ou comprovem fraudes.

O quarto instrumento utilizado e que tem capacidade de reduzir o problema do *free-rider*, vis-à-vis o risco moral, é a intermediação financeira. Um intermediário financeiro, como um banco, torna-se um especialista na produção de informação sobre empresas, pois tem interesse em conceder empréstimos, e assim distinguir os riscos de créditos bons dos ruins. Como o banco é capaz de emprestar mais recursos para as boas empresas, ele é capaz de um rendimento mais alto de juros quando empresta dinheiro do que quando remunera ou paga seus depositantes. O resultado disso é um maior lucro para o banco, o que lhe permite se engajar na atividade de produção de informação e lucrar com ela, evitando o problema do *free-rider*.

Mishkin (2000) também considera que, na análise da seleção adversa, os bancos são uma importante fonte de financiamento de títulos de dívida de empresas, muitos não negociáveis no mercado (empréstimo) e, por isso, possuem informações relevantes, o que interessa também às empresas. Quanto mais conhecida uma empresa, mais informações sobre suas atividades estarão disponíveis no mercado e mais fácil será de avaliar se a empresa é boa ou ruim e, como resultado, mais fácil será para ela obter financiamento, seja via empréstimo, título de dívida ou emissão de ações via mercado de capitais.

Outro intermediário financeiro que ajuda a reduzir o risco moral devido ao problema de agente e principal é a firma de capital de risco.¹¹ Firmas de capital de risco agrupam os recursos de seus sócios e utilizam os fundos para financiar a montagem de novos negócios por empresários principiantes. Em troca do capital de risco, a firma recebe parte das ações do novo negócio. Como a verificação dos ganhos e lucro é muito importante na eliminação do risco moral, as firmas de capital de risco geralmente insistem em ter pessoal próprio participando como membro do corpo gerencial para que a empresa possa monitorar de perto as atividades. Quando uma empresa de capital de risco oferece recursos iniciais, as ações da firma não são negociáveis para ninguém além da própria firma de capital de risco. Portanto, outros investidores não podem pegar “carona” nas atividades da firma de capital de risco.

¹¹ Firmas de capital de risco são mais comuns no mercado de capitais dos Estados Unidos. (MISHKIN, 2000).

Devido a esse arranjo, a firma de capital de risco pode acumular os benefícios de suas atividades de verificação e recebe “incentivos” apropriados para a redução do problema de risco moral

Um quinto instrumento e muito importante é a garantia e o patrimônio líquido (também chamado de capital acionário) da empresa. A seleção adversa só interfere no funcionamento dos mercados financeiros se o emprestador tiver um prejuízo caso o tomador não efetue os pagamentos de um empréstimo. A garantia, propriedade prometida ao emprestador caso o tomador de empréstimo se torne inadimplente reduz as consequências da seleção adversa porque reduz os prejuízos do emprestador na eventualidade de inadimplência. Ou seja, reduz o risco da operação e, em muitos casos, até a taxa de juros do empréstimo.

Para uma empresa, quanto maior o patrimônio líquido, diferença entre os ativos (bens e direitos) e passivos (obrigações e dívidas), menor é a probabilidade de inadimplência, pois a empresa estará com ativos disponíveis para pagar seus empréstimos, reduzindo o risco de seleção adversa, e os emprestadores estarão mais propícios a conceder empréstimos.

Há consenso de que há necessidade de haver mecanismos no mercado financeiro e de capitais para reduzir os riscos e melhorar a eficiência. Para ajudar a resolver esses problemas, além da regulamentação do governo, os acionistas tendem a solicitar maior produção de informações pelas empresas e a utilização de auditorias frequentes. Os intermediários financeiros também têm exercido papel fundamental para ajudar a reduzir o risco de ocorrerem eventos inesperados, monitorando e utilizando cláusulas contratuais restritivas e exigindo melhor informação das firmas para indicarem seus títulos ou ações para investidores potenciais. (MISHKIN, 2000).

Além dessas formas de fiscalização governamental e as tradicionais auditorias, as instituições ou agentes que atuam no mercado (investidores, intermediários financeiros e empresas) vêm buscando formas de melhorar a qualidade e a confiabilidade das informações disponíveis e também as práticas de gestão das empresas com a adoção de padrões de Governança Corporativa.

2.4 AS EXPECTATIVAS NOS MERCADOS FINANCEIROS

Conforme abordado anteriormente, a informação é essencial no funcionamento dos mercados financeiros e de capital. Segundo Mishkin (2000), os participantes dos mercados de

capital atuam com base nas informações disponíveis e nas suas expectativas. Se, por exemplo, há a expectativa de elevação nas taxas de juros da economia e os investidores prevêem perda de capital em títulos de longo prazo, a demanda por esses títulos vai se reduzir e como consequência seus preços vão sofrer uma queda. Com isso, o autor destaca que as “expectativas” influenciam o comportamento de todos os que participam da economia e têm impacto importante na atividade econômica.

De acordo com Mishkin (2000), a teoria das expectativas racionais foi desenvolvida por John Muth (1961)¹² e pode ser enunciada da seguinte forma: “As expectativas racionais serão idênticas às previsões ótimas (a melhor do futuro) utilizando toda a informação disponível”. (MISHKIN, 2000, p. 415). Essa teoria procura explicar a forma como os agentes econômicos formam suas expectativas e buscam uma **previsão ótima ou racional**. Entretanto, uma previsão não necessita ser absolutamente precisa para ser racional, ela só necessita ser a melhor possível dadas as informações disponíveis, isto é, na média ela precisa estar correta. O autor destaca que “muito embora uma expectativa racional seja equivalente à previsão ótima utilizando todas as informações disponíveis, uma previsão baseada nelas pode nem sempre apresentar-se absolutamente precisa”. (MISHKIN, 2000, p. 415).

Há dois motivos para que uma expectativa deixe de ser racional: a) as pessoas podem estar a par de toda a informação disponível, porém consideram um esforço muito grande fazer com que sua expectativa represente a melhor previsão possível; b) as pessoas podem não estar a par de determinadas informações disponíveis que são relevantes, de maneira que sua melhor previsão para o futuro não será precisa. Contudo, é importante admitir que, caso um fator adicional seja relevante, apesar de a informação não estar disponível, uma expectativa que não leva em conta tal informação, ainda assim, pode ser considerada racional.

Os incentivos para assumir que as expectativas são previsões ótimas são especialmente fortes nos mercados financeiros. Por isso, a aplicação da teoria das expectativas racionais nesses mercados (onde é chamada de teoria dos mercados eficientes) é bastante útil. Mishkin (2000) aborda que, enquanto a teoria das expectativas racionais estava sendo desenvolvida pelos economistas monetários, os economistas financeiros desenvolviam uma teoria paralela de formação de expectativas nos mercados financeiros que os levou à mesma

¹² MUTH, John. Rational Expectations and the theory of price movements. *Econometrica* 29 (1961): 315-335.

conclusão dos teóricos das expectativas racionais: “as expectativas nos mercados financeiros equivalem a previsões ótimas usando-se todos os dados disponíveis”.¹³

A teoria dos mercados eficientes é baseada na hipótese de que os preços dos valores nos mercados financeiros refletem totalmente a informação disponível. Essa teoria também considera as expectativas dos preços futuros equivalente às previsões ótimas, utilizando todos os dados atuais disponíveis. Dessa forma, a análise da oferta e demanda permite determinar que o retorno esperado (RET^e) sobre um valor mobiliário equivale ao retorno de equilíbrio (RET^*), que leva a uma situação de equilíbrio entre quantidade demandada e ofertada de um título ($RET^e = RET^*$).

Mishkin (2000) destaca que a área acadêmica de finanças explora os fatores, como risco e liquidez, que influenciam os retornos de equilíbrio dos valores mobiliários. Entretanto, para este estudo, é importante destacar e saber que se pode determinar o retorno de equilíbrio e determinar assim o retorno esperado com a condição de equilíbrio. Para isso pode-se substituir o retorno esperado (RET^e) de um título ou valor mobiliário da equação acima pelo retorno de equilíbrio (RET^*) e igualá-lo ao retorno esperado sobre um título para uma previsão ótima de retorno (RET^{of}), então, tem-se a equação $RET^{of} = RET^*$. Esta equação indica que os preços vigentes em um mercado financeiro serão determinados de forma que a previsão ótima de retorno de um título, usando-se todos os dados disponíveis, equivale ao retorno de equilíbrio do título. Ou seja, o preço de um título reflete totalmente todas as informações disponíveis em um mercado eficiente.

Outra maneira de abordar a condição de mercados eficientes é que, em um mercado eficiente, todas as oportunidades inexploradas de lucro serão eliminadas. Segundo o autor:

Um fator de grande importância para esse argumento é que nem todas as pessoas em um mercado financeiro devem estar bem informadas sobre o valor mobiliário ou ter expectativas racionais quanto ao seu preço chegar ao ponto em que se instaura a condição de mercados eficientes. Os mercados financeiros são estruturados de forma a que muitos participantes possam tomar parte. Contudo que alguns mantenham os olhos abertos para as oportunidades inexploradas de lucro, eles eliminarão as oportunidades de lucro que aparecerem porque, ao fazerem isso, lucram. A teoria dos mercados eficientes faz sentido porque não exige que todos num mercado estejam cientes do que acontece a cada um dos títulos. (MISHKIN, 2000, p. 417-418).

Mishkin (2000) ressalta que o debate sobre a teoria dos mercados eficientes é muito abrangente e está longe do fim. O importante é destacar que a teoria dos mercados financeiros

¹³ O desenvolvimento da teoria dos mercados eficientes não era totalmente independente do desenvolvimento da teoria das expectativas racionais porque os economistas financeiros estavam acompanhando o trabalho de John Muth. (MISHKIN, 2000, p. 416).

pode ser um ponto de partida razoável para avaliar o comportamento nos mercados financeiros. Entretanto, na realidade parece haver violações relevantes da eficiência do mercado que indicam que essa teoria não deve ser aplicada de forma generalizada a todos os comportamentos nos mercados financeiros, o importante é destacar o papel das expectativas nos mercados e o quanto importante é o papel da informação no comportamento dos agentes que atuam nos mercados.

Com isso, cabe ressaltar que a adoção de práticas de Governança corporativa pelas empresas e o acesso aos detalhes de gestão das empresas e seus negócios são fundamentais para o desenvolvimento de um mercado de capitais moderno.

2.5 O MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS NO BRASIL – BREVE HISTÓRICO

Pode-se dizer que no Brasil, desde meados dos anos 1930, quando se iniciou o plano de industrialização pelo Processo de Substituição de Importações até o final dos anos 1970, II PND – Plano Nacional de Desenvolvimento, o Estado foi quem conduziu, incentivou e financiou o crescimento econômico. Seja criando empresas em áreas de infraestrutura, em setores pouco atrativos para a iniciativa privada ou em setores que demandavam elevados investimentos, o que tornava, muitas vezes, inviável ao setor privado. Não havia no país um mercado financeiro e de capitais regulamentado e desenvolvido a ponto de formar poupança e canalizar recursos ao setor produtivo. As reformas Institucionais introduzidas pelo PAEG – Plano de Ação Econômica do Governo, a partir de 1964, foram fundamentais para o crescimento econômico obtido no período do “Milagre econômico” (1968/1973) e em períodos posteriores.

Naquela época, o desenvolvimento econômico requeria um governo comprometido com a adoção e a criação de instituições adequadas a uma economia de mercado. Gremaud (1997). Na reforma Monetário-Financeira foi criada a lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, de reforma do mercado de capitais, que disciplinava o mercado de títulos privados. O quadro institucional que se formou baseava-se no modelo norte-americano. Passaram a existir instituições especializadas que atenderiam a segmentos específicos do mercado de crédito, com base em instrumentos de captação determinados. Foi regulamentada a atuação dos bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, financeiras, bolsa de

valores, corretoras e distribuidoras. Isso possibilitou aos investidores o acesso a novos instrumentos para aplicação do capital.

Com a entrada em vigor da Lei n° 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que criou a Comissão de Valores Mobiliários - CVM - e definiu suas atribuições e da Lei n° 6.404, de 15 de dezembro do mesmo ano, que dispõe sobre as sociedades por ações - Lei das Sociedades Anônimas (S/A) - cresceu o número de empresas que passaram a captar recursos no mercado de capitais e, como consequência, aumentou o número de investidores.

O mercado de capitais, conforme abordado, é uma importante fonte de financiamento do setor produtivo e para canalização recursos para financiar empresas na expansão de seus negócios. As bolsas de valores são instituições onde concentram a oferta e demanda de títulos (ações) em um único local, onde os compradores (investidores) e vendedores buscam maximizar suas oportunidades de negócios e preços. No Brasil, após a integração de todas as bolsas de valores regionais, a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA passou a concentrar os negócios de ações de empresas, tendo assim um centro de negociações mais representativo.

A estabilidade econômica no Brasil após a implementação do Plano Real e a redução gradativa das taxas de juros domésticas aliadas ao esforço de instituições ligadas ao mercado de capitais, como a CVM, BOVESPA, sociedades corretoras, intermediários financeiros, empresas e investidores, no sentido de desenvolver o mercado de capitais, vêm fazendo com que aumente significativamente o número de empresas com ações negociadas em bolsa de valores, seja pela manutenção das companhias já existentes, seja pelo número expressivo de aberturas de capital de novas empresas que estão se utilizando dessa fonte de recursos para financiar suas atividades ou expansão de capacidade.

Monforte (2004) acredita que o mercado de capitais brasileiro, apesar dos aperfeiçoamentos introduzidos, ficou ainda preso a normas legais societárias e tributárias que acabaram limitando sua maior expansão. As empresas, anteriormente, abriam seu capital com uma estrutura de propriedade excessivamente alavancada em *ações preferenciais*, sem direito a voto.¹⁴ Além dessas razões, o país passou a viver de horizontes de planejamento muito curtos. Assim, aperfeiçoou-se pouco o mercado, e evoluiu muito pouco a estrutura de capitais

¹⁴ No Brasil a maior parte das empresas era de propriedade de grupos familiares com capacidade limitada de investimento. A emissão de ações acarretaria o risco de perda do controle das empresas, o que consistiria um limite à oferta de ações. Para aliviar tal gargalo, foi introduzida na legislação uma cláusula aumentando o limite de ações preferenciais (sem direito a voto) para 66%. Isso propiciava (e ainda propicia) a manutenção do controle com apenas 17% do capital. Posteriormente com a mudança legal introduzida pela Lei 9.457, de 5 de maio de 1997, procurou-se compensar o direito de voto suprimido com o pagamento de dividendos 10% acima daquele pago às ações ordinárias (ações com direito a voto) (CARVALHO, 2002, p. 25).

e de propriedade das empresas. Nesse período de dormência foi possível observar e aprender com as experiências, com os erros e acertos dos outros.

Atualmente a sociedade, instituições e o governo vêm gerando ações que aperfeiçoam a moldura legal societária e tributária que, como mencionado, foram fatores restritivos ao desenvolvimento do mercado e das empresas. Nesse movimento recente, observa-se que, de um lado, os agentes do mercado vêm ocupando o espaço da autorregulação, modernizando os sistemas de negociação e intermediação, de outro, iniciativas do poder executivo e legislativo vão removendo obstáculos importantes ao funcionamento eficiente dos mercados, facilitando a captação da poupança e, muito importante, apesar de ainda ser praticada uma carga tributária muito elevada, procura-se organizar sua aplicação de forma mais racional.

A partir do final dos anos 1990, a Governança Corporativa tornou-se uma preocupação central para as empresas, órgãos reguladores e governo. Segundo Carvalho (2002), a reforma da Lei das Sociedades por Ações começou com um projeto grandioso que procurava ajustar a legislação brasileira às necessidades reais de um mercado de capitais moderno e que de fato funcionasse como uma fonte de financiamento para as empresas. Entretanto, o autor aborda que projetos de reformas na legislação dessa magnitude que envolve governança de empresas de capital aberto geralmente enfrentam barreiras políticas, principalmente dos grupos controladores das empresas e destaca que essa situação não é uma exclusividade do Brasil. Melhoras nos padrões de governança corporativa são difíceis de ser implementadas pela mudança de legislação em qualquer país.

A aprovação da Lei nº 10.303, em 31 de outubro de 2001,¹⁵ trouxe avanços no aparato regulatório, como o fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, buscou, mesmo que modestamente, dar maior proteção aos acionistas minoritários e aprimorar a autorregulação com destaque para ações posteriores da Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA e a criação dos códigos da Associação Nacional dos Bancos de Investimento - ANBID. De acordo com Vieira e Mendes (2004), a reforma da Lei das Sociedades Anônimas buscou ainda favorecer a transparência e a dispersão acionária do mercado de capitais, o que estava nitidamente vinculado às modernas práticas de Governança Corporativa que vinham se desenvolvendo no Brasil e no Mundo.

¹⁵ Posteriormente, em 28 de dezembro de 2007, foi aprovada a Lei nº 11.638 que altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras.

Diante disso, as empresas começam a se organizar para bem aproveitar esse espaço de oportunidades. Ao se posicionarem passam a considerar, após muitos anos, a possibilidade de se financiarem através da oferta pública de ações (IPO). Há, então, a possibilidade de se executar um salto, uma mudança de patamar.

Adicionalmente ao marco legal e regulatório, para que o mercado de capitais no Brasil esteja evoluindo a cada dia e em um processo de desenvolvimento, com aumento de empresas listadas em bolsa, maior volume de negócios, maior transparência, deve-se destacar que um passo fundamental dado pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, em dezembro de 2000, foi a implantação dos segmentos especiais de listagem com os Níveis diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1 e Nível 2) e o Novo Mercado. Estes segmentos especiais de listagem foram desenvolvidos com o intuito de proporcionar um ambiente de negócios que estimulasse ao mesmo tempo o interesse dos investidores e dar maior transparência às empresas, que, no fim, resulta em valorização das companhias e maior retorno aos acionistas.

No capítulo seguinte abordam-se aspectos conceituais de Governança Corporativa, sua importância para as empresas que adotam essas práticas e sua relevância para os agentes que atuam no mercado de capitais. Posteriormente analisam-se os níveis diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado da BM&FBOVESPA.

3 GOVERNANÇA CORPORATIVA, MERCADO DE CAPITAIS E O NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA

O Capítulo 3 tem o intuito de abordar a importância e a utilização de boas práticas de Governança Corporativa na gestão das empresas. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC e a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE pregam que os princípios básicos ou pilares da Governança Corporativa são inerentes às questões relativas à equidade, transparência, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa. Nos últimos anos vem crescendo a importância da utilização de boas práticas de Governança Corporativa como parte de uma gestão responsável e com o objetivo de alinhar os interesses das partes envolvidas (*stakeholders*) pela administração de uma empresa.

A seção 3 destaca os principais conceitos e a importância da utilização da Governança Corporativa, tanto para as empresas quanto para os acionistas, credores, conselho de administração e outros agentes que sejam influenciados pela gestão de uma companhia. A seção 3.1 trata da relação entre Governança Corporativa e o mercado de capitais, com ênfase para a importância da transparência, de elevar o nível de informação para o mercado de capitais, sobre as decisões das empresas com o objetivo maior de criar valor para as companhias e dar um retorno adequado dos investimentos aos acionistas.

Na seção 3.2 aprofunda-se o estudo sobre Governança Corporativa e mercado de capitais com destaque para a regulação e formação de um ambiente institucional que busque proteger os investidores contra a ação de políticas de gestão indesejáveis. Na seção 3.3 analisam-se a Governança Corporativa e o mercado de capitais no Brasil e na seção 2.4 os níveis diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado da BM&FBOVESPA, onde as empresas listadas em bolsa, para fazer parte desses níveis, devem aderir e utilizar práticas de boa governança que estejam de acordo com os respectivos regulamentos.

3.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA: CONCEITO E IMPORTÂNCIA

Carvalho (2003) defende que o desenvolvimento do mercado de capitais passa pela instituição de boas práticas de Governança Corporativa. A adoção de modelos eficazes de Governança Corporativa aumenta a liquidez, o volume negociado, a valorização e reduz a volatilidade das ações das empresas, auxiliando na redução da exposição a fatores macroeconômicos. Ao abordar os Níveis diferenciados de Governança Corporativa e, principalmente, analisar o “Novo Mercado” da BM&FBOVESPA, cabe destacar em que contexto eles estão inseridos. É importante conceituar e ressaltar a importância da Governança Corporativa na gestão das empresas e para a análise da evolução e do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro nos anos recentes.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC registra que, na primeira metade dos anos 1990, houve um movimento iniciado principalmente nos Estados Unidos e Inglaterra, em que acionistas despertaram para a necessidade de novas regras para que os protegessem dos abusos da diretoria executiva das empresas, da inércia dos conselhos de administração inoperantes e das omissões das auditorias externas. Nesse contexto, a Governança Corporativa surgiu como uma importante aliada na busca do alinhamento de interesses dos membros da administração, acionistas e investidores.

De acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC,¹⁶

a Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2004, p. 6).

A expressão é designada para abranger os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seu exercício e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida das sociedades comerciais.

¹⁶ O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC foi fundado em 27/11/1995, é uma sociedade civil de âmbito nacional e sem fins lucrativos. É uma organização dedicada exclusivamente à promoção da Governança Corporativa no Brasil e a principal fomentadora das práticas e discussões sobre o tema no país, tendo alcançado reconhecimento nacional e internacional. (IBGC, 2004).

Assaf Neto (2008, p. 119) entende a “Governança Corporativa como a preocupação pela transparência da forma como uma empresa deve ser dirigida e controlada e sua responsabilidade nas questões que envolvem toda a sociedade [...] é um sistema de valores que rege as empresas, tanto em suas relações internas como externas”.

Governança Corporativa é valor, apesar de, por si só, não criá-lo. Isto somente ocorre quando, ao lado de uma boa governança, tem-se também um negócio de qualidade, lucrativo e bem administrado. Neste caso, a boa governança permitirá uma administração ainda melhor, em benefício de todos os acionistas e daqueles que lidam com a empresa.

A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE ¹⁷ destaca que seus Princípios de Governança Corporativa, aprovados por todos os países membros em 1999, tornaram-se uma referência internacional para governantes, investidores, empresas e outros *stakeholders* ¹⁸ ao redor do mundo. A OCDE busca incentivar e orientar governos, dos países membros e não membros, e órgãos reguladores a ter iniciativas no sentido de prover a adoção de práticas de Governança Corporativa para melhorar a eficácia e a eficiência da estrutura informacional no mercado financeiro mundial.

Os objetivos centrais e princípios básicos de Governança Corporativa, tanto do Código do IBGC quanto dos princípios da OCDE, têm os mesmos propósitos e são muito similares. Em geral, indicam caminhos para todos os tipos de sociedades, por ações, de capital aberto ou fechado, limitadas ou civis, visando aumentar o valor da sociedade, melhorar seu desempenho, facilitar acesso a capital a custos mais baixos e contribuir para a perenidade da sociedade. **Os princípios básicos ou pilares da Governança Corporativa abordam as questões relativas à equidade, transparência, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa.** Tratam de questões relativas à propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho fiscal, conduta e conflito de interesses.

Em matéria publicada no *Jornal Gazeta Mercantil*, em 17/12/2008, por Luiz Silveira, é destacado que a Governança Corporativa deve ser adotada por todas as empresas, mesmo as pequenas e médias. Na reportagem, o Consultor Sidney Ito da empresa de Consultoria e Auditoria KPMG sugere que a adoção de práticas de Governança comece seguindo os quatro princípios básicos, citados acima, que valem para qualquer tamanho de empresa.

¹⁷ A OCDE - Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD – Organisation for Economic Co-Operation and Development) é composta por 30 países membros e foi criada em 1960. Elabora estudos e busca auxiliar países e organismos internacionais em assuntos relacionados à política econômica, crescimento, desenvolvimento econômico e negócios mundiais. (OECD, 2004).

¹⁸ *Stakeholders* são as partes interessadas com que a empresa se relaciona: governo, empregados, credores, clientes, fornecedores, acionistas e administradores. (IBGC, 2004); (OECD, 2004).

O primeiro deles é garantir a **equidade** de direitos e deveres entre todos os proprietários e/ou sócios do negócio, independentemente se eles são ou não os administradores. O segundo é a **transparência** nas decisões, comunicando-as claramente para que todos os envolvidos saibam como o negócio está sendo conduzido. Após é preciso **prestar contas** das decisões para a concordância de todos. Por fim, a empresa deve adotar uma **responsabilidade corporativa** que indique que os gestores estão preocupados ou comprometidos em garantir a longevidade do negócio e não apenas com o lucro imediato.

A OCDE e os governos de seus países membros vêm reconhecendo a sinergia que a Governança Corporativa provoca entre a estrutura econômica e políticas macroeconômicas para atingir seus objetivos fundamentais. A Governança Corporativa para a OCDE é um elemento chave para aperfeiçoar a eficiência econômica e o crescimento, bem como aumentar a confiança do investidor. A sua utilização envolve relacionamentos entre o Conselho de Administração das Companhias, os gestores, os acionistas e outros interessados. Também promove a estrutura através da qual serão analisados quais os objetivos da empresa, como eles serão alcançados e como será monitorada a performance da empresa e seus resultados. A boa Governança Corporativa cria incentivos para os administradores (gestores) perseguir os objetivos da empresa e de interesse dos acionistas, facilitando o seu efetivo monitoramento.

As boas práticas de Governança Corporativa asseguram que todos os acionistas terão o mesmo tratamento, sejam controladores ou minoritários, domésticos ou estrangeiros. Todos os investidores devem ter acesso ao mesmo tipo de informação não importa o tipo ou a quantidade de ações adquiridas, e toda a mudança nos direitos deve ser submetida a voto. Os mercados de capitais que estimulam essa igualdade de tratamento aos acionistas têm maior crescimento e desenvolvimento do que os que tratam de maneira desigual os acionistas e investidores. A OCDE destaca que as boas práticas de Governança reconhecem e asseguram os direitos dos *stakeholders* como estabelecidos e protegidos por lei, e encoraja uma cooperação ativa entre eles e as empresas na criação de riqueza, emprego e de empresas saudáveis financeiramente.

A Governança Corporativa, além de influenciar as relações entre os participantes do sistema, quais sejam, acionistas controladores, holdings familiares, blocos de alianças ou outros tipos de controle pulverizado no mercado, é importante para os investidores individuais e institucionais. A OCED avança destacando que é muito importante esse monitoramento externo à empresa na medida em que facilita o acesso ao crédito, pois os credores poderão analisar melhor o risco da companhia através de suas políticas de gestão e de sinalização ao mercado que adota tais práticas.

Monks e Minow (2001) entendem que as corporações refletem as perspectivas e interesses comuns das pessoas, através dos quais se permite que diferentes partes constituam um nexos de contratos e cada parte possa participar com seu trabalho, capital, competências e atividades, visando ao objetivo maior de constituir uma sociedade e, unidos em uma empresa ou corporação com aspirações em comum, possam maximizar utilidades e obter resultados positivos que se convertem em lucros. Para que isso seja possível de maneira harmônica e coordenada, é necessário que cada parte saiba claramente as regras do negócio, com definições de funções, de responsabilidades (obrigações) e de benefícios (direitos), para alcançar o resultado maior em benefício do todo.

Para que esses objetivos coletivos sejam postos em prática e funcionem, segundo os autores, a Governança Corporativa é uma importante aliada. Pois trata do alinhamento das informações, dos incentivos e da capacidade de agir, e o seu desafio é apurar as responsabilidades das partes que compõem a firma. Isso oferece uma redução do custo de capital necessário para a condução de novos projetos.

Nye Júnior e Donahue (2000) entendem que as empresas e os investidores estão se tornando globais. Com o processo de globalização, as exigências e as influências também são globalizadas, pois as empresas demandam capital, e os investidores buscam oportunidades rentáveis de investimento e tentam monitorar o risco de suas alocações de recursos. Diante de um cenário globalizado, a comunicação clara e objetiva e o alinhamento nas relações financeiras tornam-se cada vez mais essenciais na redução de riscos e na viabilização de investimentos, para gestores, investidores, credores e na melhora do ambiente de negócios.

O IBGC revela que, de acordo com a teoria econômica tradicional, a Governança Corporativa surgiu para procurar superar o chamado "conflito de agência", referido no primeiro capítulo, presente a partir da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. O "principal", titular da propriedade, delega ao "agente" o poder de decisão sobre essa propriedade. A partir daí surgem os chamados conflitos de agência, pois os interesses daqueles que administram a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular. Sob a perspectiva da teoria da agência, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com os interesses dos acionistas.

Carvalho (2002) reforça a posição do IBGC mostrando que Governança Corporativa ou Governança Empresarial, de maneira genérica, pode ser descrita como os mecanismos ou princípios que governam o processo decisório em uma empresa. Para o autor,

Governança Corporativa é um conjunto de regras que visam minimizar os problemas de agência. O problema de agência (ou problema agente-principal) aparece quando o bem-estar de uma parte (denominada principal) depende das decisões tomadas por outra (denominada agente). Embora o agente deva tomar decisões em benefício do principal, muitas vezes ocorrem situações em que os interesses dos dois são conflitantes, dando margem a um comportamento oportunista por parte do agente (referido como *moral hazard* ou oportunismo). (CARVALHO, 2002, p. 19).

A Governança Corporativa é o conjunto de mecanismos instituídos para fazer com que o controle atue de fato em benefício das partes com direitos legais sobre a empresa, minimizando o oportunismo. O controle (agente) deve ser o guardião dos interesses de determinados grupos (principais). Carvalho (2002) destaca que a literatura mais antiga sobre Governança Corporativa baseia-se no princípio de que as empresas pertencem aos acionistas e que, portanto, a sua administração deve ser em benefício deles. Outros estudos, como La Porta et al. (1998; 1999), abordam que a boa Governança não consiste apenas em proteger o interesse dos acionistas, mas em evitar que acionistas controladores expropiem os minoritários. Em alguns casos, o controle deve preservar apenas o interesse dos acionistas e, em outros, a legislação prevê que sejam considerados o interesse de outros grupos, como trabalhadores, por exemplo.

Segundo Carvalho (2002), a definição de Governança Corporativa vai além e pode ser definida de várias formas, dependendo do problema de agência que se considera. Ele entende que a Governança Corporativa tem relevância do ponto de vista social na medida em que um problema de governança empresarial é considerado sob a ótica da justiça distributiva. Inicialmente parece ser um problema privado (empresarial) e de relação entre partes privadas, mas há um aspecto que torna o problema de interesse público.

Conforme foi abordado no primeiro capítulo, uma característica das economias modernas é a separação entre empreendedores e fornecedores de capital. Ou seja, aqueles que possuem bons projetos e capacidade para geri-los não são, necessariamente, aqueles que possuem recursos para implementá-los. Desse modo é necessário um sistema de intermediação financeira entre empreendedores e detentores de recursos, qual seja, o sistema financeiro.

Carvalho (2002) entende que durante muito tempo os economistas deram pouca atenção à configuração do sistema financeiro por acreditarem que os recursos fluíam naturalmente dos poupadores para os projetos mais produtivos. Essa percepção vem sendo alterada ao longo das últimas décadas com o surgimento de vários argumentos, tanto teóricos quanto empíricos. Atualmente sabe-se, conforme abordado no primeiro capítulo, que os problemas de “assimetria de informação” existentes entre empreendedores e investidores

muitas vezes inviabilizam o financiamento de projetos altamente produtivos. Os empreendedores possuem muito mais informações sobre o potencial e o desempenho dos projetos do que as partes financiadoras. Quando os problemas informacionais são críticos, os recursos podem ser direcionados para projetos menos produtivos e, ao longo desse processo, muito do potencial de crescimento de uma nação pode ser desperdiçado.

O autor menciona que muitos estudos acadêmicos mostram que os níveis de desenvolvimento de intermediários financeiros e do mercado acionário afetam a taxa de crescimento dos países. Esses estudos vêm moldando a percepção de governos, que passam a ver no desenvolvimento do sistema financeiro e do mercado de capitais um mecanismo para a promoção do crescimento econômico.

Novaes (2007) corrobora com esse pensamento e acrescenta que, embora ainda não haja consenso sobre como estimular o desenvolvimento de um sistema financeiro que propicie o aparecimento de empresas novas, auxilie no crescimento das empresas já existentes e promova o crescimento econômico como um todo, a experiência internacional demonstra que há forte correlação entre crescimento econômico e desenvolvimento do mercado de capitais.

Rocca (2002) revela que muitos trabalhos e pesquisas recentes têm reforçado a hipótese de que o desenvolvimento financeiro é um importante fator de crescimento econômico. Nas economias mais bem-sucedidas, a modernização do sistema financeiro é apontada como fator de primeira grandeza na manutenção e aceleração do crescimento econômico. O autor cita, como exemplo, que o desempenho da economia norte-americana, a partir na segunda metade dos anos 1990 e início dos anos 2000, foi atribuído à eficácia do sistema financeiro. Segundo Rocca (2002), existe razoável evidência empírica demonstrando que sistemas financeiros eficientes (bancos e mercado de capitais) constituem fatores relevantes na determinação das taxas de crescimento econômico.

Vieira e Mendes (2004) destacam que, com um mercado de capitais cada vez mais ativo e competitivo e o elevado nível de alavancagem utilizado pelas empresas, acentuou-se a importância da transparência na gestão das empresas. Segundo os autores,

a Governança Corporativa surgiu como um importante mecanismo desse processo, uma vez que a acuidade e a transparência das informações, associadas a uma política de gestão voltada para minimizar a assimetria de informação entre gestores e acionistas, são o cerne de seu desenvolvimento. Assegurar que os acionistas tenham amplo acesso às informações permite reduzir assimetria de informação presente nos mercados, diminuir, conseqüentemente, o custo de captação das empresas e garante que os acionistas sejam tratados de maneira equânime e possam tomar suas decisões de investimento de forma adequada à maximização de seus resultados. (VIEIRA; MENDES, 2004, p. 108).

Portanto, a adoção de boas práticas de Governança Corporativa busca proporcionar o tratamento igualitário aos acionistas e às demais partes interessadas na gestão das empresas e são fundamentais para que os mercados possam maximizar sua eficiência, especialmente no que se refere à transparência e credibilidade de informações.

3.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E O MERCADO DE CAPITAIS

Segundo Carvalho (2002), pesquisas realizadas a partir dos anos 1990 demonstram que o grau de desenvolvimento da intermediação financeira e do mercado de capitais depende do nível de proteção do qual gozam investidores minoritários, sejam credores ou acionistas. Também destaca que a prática generalizada de expropriação de investidores minoritários acaba por inviabilizar o mercado de capitais como mecanismo de financiamento das empresas.

Conforme o autor, os benefícios obtidos com a abertura de capital dependem da liquidez das ações das empresas, isto é, da possibilidade dos investidores negociarem volumes expressivos de ações sem que seus preços se alterem de maneira significativa. Ações de baixa liquidez devem oferecer um prêmio (menor preço) aos investidores para que se tornem atrativas. Dessa forma, a baixa liquidez reflete em baixa avaliação do mercado ou alto custo de capital para a empresa, desestimulando a mesma a captar recursos no mercado.

Considerando que a liquidez depende do número de participantes no mercado, a presença de investidores minoritários constitui condição importante para o desenvolvimento de um mercado líquido em negociação de papéis emitidos por empresas. Entretanto, é necessário que sejam baixos os custos para que os minoritários tenham seus direitos assegurados, caso contrário eles preferirão aplicar seus recursos em investimentos mais seguros. Portanto, a participação de minoritários está condicionada à eficácia do sistema de proteção aos seus direitos, como regras claras (*governança corporativa*), transparência e qualidade de informação (*disclosure*) e *enforcement*.¹⁹ O autor avança defendendo que a proteção legal deve ser estendida aos credores, pois a pouca proteção, ou mesmo a demora que os credores possam ter para fazer com que seus direitos sejam obedecidos pode fazer com

¹⁹ *Enforcement* é o termo inglês que significa a devida aplicação da lei, garantindo a correta aplicação e execução de contratos, é considerada atributo essencial para a operação eficiente e o desenvolvimento dos mercados. (ROCCA, 2001, p. 92; LA PORTA et al., 1998).

que muitos valores sejam perdidos, podendo elevar o custo do crédito e até mesmo inviabilizá-lo.

Não é suficiente que apenas algumas empresas atendam individualmente aos quesitos de proteção aos investidores e acionistas minoritários. O elevado custo para obtenção de informação para cada empresa e para distinguir entre as empresas individuais faz com que se eleve o risco de que o comportamento oportunista e inadequado de algumas empresas afete a percepção do mercado sobre as demais empresas. É por isso, segundo o autor, que as relações privadas entre investidores minoritários e empresas adquirem relevância social. Dessa maneira, a proteção aos minoritários e a melhoria nas condições sob as quais eles tomam decisões têm sido vistas como mecanismos para a promoção do desenvolvimento financeiro e econômico.

Diante disso, a “Governança Corporativa consiste no conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de capital para as empresas se asseguram de que receberão retorno adequado sobre seus investimentos”. Carvalho (2003, p.21). O autor destaca que esse é apenas um dos conceitos e que nem todos os problemas de governança empresarial apresentam a mesma relevância, e que a boa governança inclui outras regras de proteção que não apenas relacionadas a credores e acionistas minoritários. O importante é ressaltar que a pouca transparência em empresas de capital aberto pode afugentar os minoritários e inviabilizar o mercado acionário.

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2006) destacam a importância de um ambiente legal e regulatório, onde é respeitado o direito de propriedade, e o mercado fornece informações confiáveis, permitindo aos participantes (acionistas e credores) maior segurança nos investimentos e no planejamento. Os autores mostram que há forte correlação entre desenvolvimento do mercado de capitais e presença de um firme arcabouço regulatório e jurídico. A expansão do mercado de capitais exige que os investidores tenham seus direitos protegidos e respeitados, o *enforcement* traz benefícios e desenvolve o mercado. Os autores realizaram estudos onde criaram índices de proteção a acionistas minoritários e a credores em 49 países. Concluíram que a proteção a minoritários e credores depende fortemente da qualidade das informações disponíveis (*disclosure*). Adicionalmente, La Porta et al. (1998) lembram que países com melhor proteção legal aos investidores minoritários apresentam mercados de capitais mais desenvolvidos.

Novaes (2007) reforça a posição acima defendendo que é importante a existência de um arcabouço legal que assegure a transparência e a eficiência dos mercados. Uma boa lei de

falências²⁰ e a divulgação de informações de qualidade e, no devido tempo, para todo o mercado, são fundamentais para o seu desenvolvimento.

Apesar de algumas crises no final dos anos 1990 e da bolha da internet em 2000, houve crescimento no mercado de ações global, e esse crescimento não se limitou às economias desenvolvidas, havendo incrementos significativos nos países emergentes a partir da liberação do acesso a esses mercados por investidores estrangeiros. Entretanto, apesar do crescimento do mercado de ações nos países emergentes, a preferência dos investidores estrangeiros é pelo mercado de renda fixa nesses países. O fluxo de dívida (pública e privada) entre 1990 e 1995 foi de US\$ 45 bilhões/ano em média contra US\$ 17 bilhões alocados em ações. (HENRY; LORENTZEN apud NOVAES, 2007, p. 44-45).²¹ A preferência por papéis soberanos a ações evidencia a falta de transparência e proteção aos acionistas minoritários nos mercados emergentes.

Segundo os autores, a liberalização do mercado de renda variável diminui o custo de capital e aumenta tanto o nível de investimento quanto o crescimento econômico.²² Novaes (2007) revela que é necessário aumentar o nível de empresas listadas em bolsa para criar liquidez e proporcionar esse menor custo de capital, por exemplo, ofertas públicas iniciais de ações (IPOs) com sucesso atraem capital e favorecem o aumento do número de empresas com ações negociadas em bolsa.

Carkovic e Levine (2002) e La Porta et al. (1998, 1999, 2006) entendem que a proteção aos credores e acionistas minoritários é um ponto considerado cada vez mais importante pelos investidores. As pesquisas dos autores revelam que o grau de proteção ao acionista minoritário e ao investidor em geral é importante para explicar o calibre e a liquidez dos mercados financeiros. Os estudos demonstram que os indicadores de proteção aos investidores em países em desenvolvimento são menos favoráveis que nos países desenvolvidos. A principal diferença não está nos termos das leis de proteção aos minoritários e aos credores, mas na eficácia do Judiciário em fazer com que as leis sejam cumpridas em prazos razoáveis. Não bastam boas leis, elas devem ser cumpridas o mais rapidamente possível.

²⁰ No Brasil está em vigor a Lei nº 11.101 de 09/02/2005, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária.

²¹ HENRY, Peter Blair; LORENTZEN, Peter Lombard. (2003). Domestic capital market reform and access to global finance: making markets work. Em: LITAN, Robert E.; POMERLEANO, Michel; SUNDARA-RAJAN, Vasudevan (eds), The future of domestic capital markets in developing countries. Ob. Cit.

²² Os dados de 18 países emergentes mostram que a taxa de crescimento de estoque de capital após a liberalização do mercado de renda variável aumentou de 5,4% para 6,5%. (HENRY; LORENTZEN apud NOVAES, 2007, p. 44).

La Porta et al. (1998) mostram que países com tradição no direito comum, como Inglaterra e Estados Unidos, têm mercados de capitais mais desenvolvidos do que países de tradição germânico-romana, como os da Europa Continental e o Brasil. Nóbrega (2007) acrescenta que, no caso do Brasil, a baixa proteção ao investidor deriva de um sistema jurídico fundado nos princípios do Código Civil francês, menos propício à proteção dos contratos e do direito de propriedade que o direito anglo-saxônico. Além disso, o autor sugere que grande parte dos juízes (judiciário) brasileiros imagina fazer justiça social com suas sentenças, o que tende a gerar maior insegurança jurídica inibidora do desenvolvimento do mercado de capitais.

La Porta; Lopes-de-Silanes; Shleifer (2006) concluem que o desenvolvimento do mercado de capitais está fortemente associado a medidas que exigem requisitos extensivos de informação e pouco peso sobre os investidores para provar danos gerados por omissão de informações relevantes em prospectos divulgados ao mercado, haja vista que os investidores tomam suas decisões com base nos prospectos divulgados pelas empresas, pelo *underwriter* e do parecer da auditoria.

Novaes (2007) enfatiza que o mercado financeiro tem como uma de suas principais características a **assimetria de informação**, conforme referimos no capítulo 2. Ou seja, o investidor de fora tem menos informação que os executivos e acionistas controladores das empresas. Acionistas minoritários podem decidir não ingressar em um mercado se sua percepção for a de poderem ser prejudicados por decisões que privilegiem os interesses dos controladores ou dos executivos da empresa. Em outras palavras, a autora refere que a proteção aos investidores minoritários e aos credores por intermédio de um arcabouço legal eficiente é necessária para elevar a oferta de capital e a consequente diminuição do custo de capital.

Os investidores não estão obrigados a investir em um ambiente hostil em que um gestor tenha de procurar as empresas que possuem melhor Governança Corporativa. Assim, um investidor, ao procurar investir em um determinado setor, pode escolher os mercados de países que lhe oferecem melhor proteção.

Nos países em que o controle das empresas listadas em Bolsa de Valores é difuso, como nos Estados Unidos, há maiores conflitos de interesse entre os acionistas e os executivos das empresas, que podem ter uma agenda particular de prioridades. Em países como o Brasil e México, nos quais o capital votante é concentrado e a propriedade dispersa, os maiores conflitos ocorrem entre os acionistas controladores e minoritários. Novaes (2007).

Segundo a autora a forma mais simples de assegurar aos acionistas que sua voz seja ouvida é fazer prevalecer a regra “uma ação um voto”. Nesse caso, não há desvio entre o direito de voto e o dividendo a que o acionista tem direito. No entanto, mesmo que isso nem sempre seja aplicado em todos os países, parece que a tendência atual é buscar maior coerência entre o direito ao fluxo de caixa gerado pela empresa e o direito a voto.

Novaes (2007) destaca a importância do poder de regulação, supervisão e investigação no mercado pelos órgãos oficiais fiscalizadores responsáveis, como o Federal Reserve - FED e a Securities and Exchange - SEC nos Estados Unidos e a Comissão de Valores Mobiliários - CVM e o Banco Central do Brasil, no Brasil. Um mercado bem regulado, com regras claras e profissionalizado, reduz riscos, evita fraudes e interferências políticas indesejáveis que possam comprometer o seu funcionamento eficiente. Nesse sistema a Governança Corporativa aparece como uma importante aliada para auxiliar tanto as empresas e credores quanto os acionistas.

3.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA, MERCADO DE CAPITAIS E REGULAMENTAÇÃO

De acordo com Vieira e Mendes (2004), no Brasil, os mecanismos de Governança Corporativa têm evoluído fundamentalmente focados na questão entre administradores e acionistas, o que denota uma tendência a seguir o modelo de governança norte-americano. Segundo os autores, nos Estados Unidos os primeiros conflitos entre a direção e os acionistas da empresa ocorreram no início da década de 1980. Naquela época, a pulverização de capital existente concentrou o poder na mão do *Chef Executive Officer* (CEO). Inicialmente a discussão sobre os conceitos de Governança Corporativa nos Estados Unidos encontrou forte oposição por parte dos gestores das empresas, mas, posteriormente, com o crescimento dos investidores institucionais, especialmente os fundos de pensão, que estavam preocupados com o retorno e riscos de seus investimentos, houve evolução em torno da ideia de governança, fazendo com que o *Chef Executive Officer* - CEO partilhasse o poder.

Conforme Cavalcante, Misumi e Rudge (2005), um dos principais objetivos da adoção de práticas e normas de Governança Corporativa é assegurar um ambiente institucional que proteja os investidores, acionistas e credores contra os atos que venham prejudicar seus interesses, principalmente cometidos por empresas que utilizam práticas de

gestão pouco responsáveis. Diante desse contexto, aborda-se rapidamente a seguir os principais mecanismos de regulação do mercado de capitais no Brasil e Estados Unidos para que seja demonstrada a atuação dos órgãos oficiais na busca da melhora constante da eficiência no mercado de capitais.

No Brasil a Comissão de Valores Mobiliários – CVM - é o órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais e utiliza os instrumentos necessários para promover o melhor funcionamento do mercado. Atualmente a Lei das Sociedades Anônimas nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, a Lei nº 9.457, de 05 de maio de 1997, a Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, que reforma a Lei das Sociedades Anônimas (6.404/76) e a Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007, são os instrumentos oficiais que regulamentam o funcionamento do mercado de capitais no Brasil (inclusive as companhias de capital aberto), já o mercado bancário é regulado e fiscalizado pelo Banco Central do Brasil que dita normas para o setor financeiro.

De acordo com Vieira e Mendes (2004), a Lei nº 10.303, que reforma a Lei das Sociedades Anônimas, promulgada em outubro de 2001, procura, com suas alterações, propiciar que os acionistas minoritários reduzam seus riscos e maximizem suas participações no controle das empresas. A principal inspiração, segundo os autores, era fazer com que o mercado de capitais brasileiro diminuísse sua concentração acionária, tornando-se acessível ao pequeno investidor. Por isso era fundamental a utilização de práticas de Governança Corporativa que proporcionassem o tratamento igualitário aos acionistas.

Adicionalmente são utilizados instrumentos de autorregulação institucionais complementares aos órgãos oficiais como é o caso do Código das melhores práticas de Governança Corporativa do IBGC, a utilização dos Níveis de Governança Corporativa, Nível 1 e Nível 2 e o Novo Mercado da BM&FBOVESPA. Cabe ressaltar que uma empresa somente poderá ter suas ações negociadas em Bolsa de Valores no Brasil após ser registrada na CVM e na Bolsa de Valores. O mercado doméstico também se vale dos códigos e normas da Associação Nacional dos Bancos de Investimento - ANBID, no caso de Bancos e Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais - APIMEC na certificação de profissionais de investimento que atuam no Mercado Financeiro e de Capitais e que também são fiscalizados pela CVM. A certificação profissional significa um selo ou chancela dos órgãos reguladores aos profissionais e instituições que atuam no mercado para sinalizar aos agentes o comprometimento com a qualidade e responsabilidade dos serviços prestados e elevar o grau de credibilidade nesse mercado.

Nos Estados Unidos, a Lei conhecida por Sarbanes-oxley,²³ editada em 2002 pelo congresso, foi uma resposta do governo aos diversos escândalos empresariais ocorridos²⁴ que atingiram a credibilidade dos mercados financeiros em todo o mundo. A insolvência de algumas grandes empresas foi grave para a economia dos Estados Unidos, principalmente pelo fundamento do mercado acionário que se apoia na cultura de companhias abertas negociadas livremente em bolsa de valores. Assaf Neto (2008).

Nos Estados Unidos, o mercado acionário capta elevados volumes de recursos que são canalizados para financiar o crescimento econômico e representam a poupança das famílias norte-americanas. A quebra de grandes companhias e os escândalos de fraudes nos balanços (World Com e Enron) abalaram a credibilidade dos valores em mercados de todo o mundo, e a adoção da Sarbanes-Oxley foi um esforço no sentido de recuperar a confiança dos investidores. Segundo Vieira e Mendes (2004), observa-se que a liberalidade contratual excessiva pode acarretar problemas e que a regulação e as práticas de boa Governança Corporativa são fundamentais para que os mercados possam maximizar sua eficiência, especialmente no que se refere à transparência e credibilidade de informações.

Segundo Assaf Neto (2008), a lei torna obrigatória a utilização de boas práticas de Governança Corporativa e de bons princípios éticos, visando garantir ao mercado maior transparência aos resultados das empresas. A partir de 2005, a lei atingiu todas as companhias dos Estados Unidos e também todas as empresas com ações negociadas no mercado de capitais norte-americano.²⁵

O autor destaca que a Sarbanes-Oxley agrupa diversas medidas visando à criação e aperfeiçoamento dos controles internos, administrativos, de auditoria e de risco das empresas. É objetivo principal inibir toda e qualquer prática lesiva aos interesses dos acionistas e expô-los a riscos mais elevados. Em essência, a lei impõe maiores responsabilidades aos executivos das empresas, introduz práticas mais exigentes de auditoria, contabilidade e Governança Corporativa, institui punições severas contra fraudes corporativas e dispensa maior autonomia ao segmento de auditoria.

Os controles internos devem ser executados pela Diretoria e Conselho de Administração das empresas, sendo os responsáveis pela divulgação de relatórios financeiros confiáveis e adequados ao cumprimento da legislação e regulamentos, para demonstrar a

²³ O nome da Lei faz referência aos congressistas norte-americanos responsáveis por sua elaboração: Paul S. Sarbanes e Michael Oxley. (ASSAF NETO, 2008).

²⁴ Entre os escândalos empresariais pode-se destacar as fraudes contábeis e a falência das grandes companhias Enron e World Com. (VIEIRA; MENDES, 2004, ASSAF NETO, 2008).

²⁵ A lei Sarbanes-Oxley no Brasil se aplica às companhias que tenham ações e outros valores mobiliários negociados no mercado de capitais dos Estados Unidos.

eficácia do sistema de controle. Os administradores devem estar cientes de todas as informações da companhia disponibilizadas aos acionistas e ao mercado financeiro e de capitais e também assumem responsabilidade pela sua precisão e probidade.

A rigidez da legislação fez com que muitas empresas necessitassem reavaliar suas estruturas para adotar as novas regras estabelecidas. Além da maior exigência pela transparência contábil, as empresas foram pressionadas a adotar estratégias competitivas de criação de valor e maior crescimento de participação no mercado. Caso se neguem em adotar os princípios previstos em lei, as companhias podem sofrer severas penalidades. Assaf Neto (2008) destaca que, apesar da Lei Sarbanes-Oxley estar inicialmente restrita aos Estados Unidos, atende aos interesses de todas as economias, podendo ser adotada pelos mercados de capitais globais.

Em síntese, a Lei Sarbanes-Oxley diz respeito mais a transparência do que ao direito societário. A estrutura societária nos Estados Unidos é diferente da do Brasil. Nos Estados Unidos como o capital é pulverizado, a preocupação é com os conflitos de interesse entre os acionistas e os executivos das companhias, no Brasil, o maior conflito é entre o acionista controlador e os acionistas minoritários que estão fora do bloco de controle.

3.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA E O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

O desenvolvimento do mercado de capitais está amplamente relacionado com a adoção de boas práticas de Governança Corporativa. No Brasil, o estado da Governança Corporativa pode ser mais bem entendido à luz do modelo de desenvolvimento do mercado de capitais nacional que tem seu marco regulatório na década de 1970. Até então, o mercado acionário era bastante desregulado. O Governo da época entendia que o mercado de capitais era importante para o desenvolvimento do país e, com esta visão, criou legislação específica e incentivos para a promoção do mercado de capitais (Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976). (CARVALHO, 2002).

De acordo com o autor, inicialmente entendia-se que havia falta de compradores de ações, que existia um problema de demanda por papéis. Entretanto, naquele período as questões relativas à Governança Corporativa ainda eram pouco compreendidas, inclusive no meio acadêmico, e esse tópico não foi muito contemplado. A partir dos anos 1990, com o enfrentamento de problemas financeiros e a falência de algumas companhias abertas e a

liquidação de alguns grandes bancos privados pelo Banco Central, revelaram-se esquemas de fraude nos registros e padrões contábeis, levantando dúvidas sobre a atuação das auditorias independentes. Além da falência e dos problemas financeiros, várias empresas evidenciaram problemas de má administração e de abuso de poder por parte dos acionistas controladores.

Posteriormente, quando os investidores institucionais adquiriram participações significativas em empresas e passaram a participar mais ativamente de conselhos de administração através do programa de privatização que também contou com a participação de investidores estrangeiros, concomitantemente com a internacionalização do mercado de capitais brasileiro, na medida em que mais empresas passaram a acessar o mercado internacional através de *American Depositary Receipt - ADR*, surge uma demanda crescente por melhora nos processos e padrões de Governança Corporativa ou Empresarial no mercado de capitais doméstico.

Segundo Rogers, Ribeiro e Sousa (2005b), a adoção de modelos eficazes de Governança Corporativa aumenta a liquidez, o volume de negociação em bolsa, a valorização e reduz a volatilidade das ações das empresas, reduzindo, assim, a exposição a fatores macroeconômicos.

Os autores revelam que o mercado de capitais brasileiro sempre esteve à margem do arranjo financeiro nacional. No entanto, nas décadas de 1980 e 1990 apareceram inovações financeiras que permitiram a alavancagem de recursos via lançamento de títulos de dívida direta, que tornou o mercado de capitais nacional mais flexível. Adicionalmente, a abertura econômica e financeira da década de 1990 proporcionou a elevação do volume de recursos nesse mercado, incentivando o seu desenvolvimento.

Mesmo com o relativo avanço da década de 1990, o mercado de capitais brasileiro era pouco desenvolvido, apresentando como principais características: i) grande concentração da propriedade e controle das empresas; ii) pouca negociabilidade desses controles e das próprias ações em bolsa (baixa capitalização bursátil), com isso alta concentração dos negócios em poucas ações; iii) inexpressivo volume transacionado; iv) poucas emissões primárias; v) reduzido número de companhias abertas; vi) baixa liquidez; vii) balanços contábeis e financeiros pouco transparentes, e viii) fraca legislação de proteção aos acionistas minoritários que inviabilizava a participação ativa da grande maioria dos acionistas nas decisões estratégicas das empresas em que detivessem ações. (ROGERS; RIBEIRO; SOUSA, 2005b; VIEIRA; CORRÊA, 2002).

Observa-se que a maioria dos autores pesquisados destaca que os principais entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil são de natureza estrutural e estão

diretamente ligados. Adicionalmente, Teixeira (2007) aborda a incerteza jurídica, que impede o surgimento de um mercado de crédito de longo prazo, a irracionalidade do sistema tributário que, sobretudo, incentiva o financiamento da dívida pública de curto prazo e o baixo nível de Governança Corporativa que, em certa medida, não protege os direitos dos investidores minoritários: credores e acionistas. Nóbrega (2007) complementa revelando que a elevada carga tributária sobre operações financeiras encarece as transações e a intermediação, penalizando os mercados secundários que quanto mais líquidos forem, maior será o tributo.

Segundo Carvalho (2002), um dos problemas que impede o crescimento e o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil está relacionado com o baixo nível de proteção aos acionistas minoritários e credores no país. O autor destaca que a Governança Corporativa trata dos mecanismos pelos quais os fornecedores de capitais se asseguram para obter um retorno adequado para seus investimentos. Dessa forma, a proteção aos acionistas minoritários e credores é uma questão central da importância da adoção de boas práticas de Governança Corporativa que visam minimizar os conflitos de agência entre os provedores de capital das organizações.

O principal conflito de agência encontrado no Brasil, segundo o autor, é entre acionistas majoritários e minoritários. Essa abordagem é embasada em La Porta et al. (1998) que estudaram esses conflitos e concluíram que, quando grandes investidores controlam uma corporação, suas políticas podem resultar em expropriação dos acionistas minoritários com a consequente perda de valor da empresa. Após análise de 49 países, os autores afirmam que a concentração da propriedade acionária é negativamente relacionada à proteção dos direitos e à maior dispersão da propriedade nas empresas. Os autores demonstram que países que melhor protegem os acionistas minoritários apresentam mercado de capitais mais desenvolvidos, menor concentração da propriedade das empresas, maior número de companhias abertas, mais emissões de ações e maior valorização das ações das empresas pelo mercado.

De acordo com Vieira e Mendes (2004), a formação das empresas e seu desenvolvimento no Brasil foram baseados, em grande parte, em uma estrutura familiar. No início do século passado, as companhias contavam com uma estrutura de capital e eram em sua maioria administradas por seus proprietários. O contexto histórico revela que a estrutura societária da maioria das companhias abertas brasileiras é de controle concentrado em poucos donos e, em sua maioria, vinculado por laços familiares ou, por outro lado, empresas controladas pelo setor público (Estatais).

Segundo Carvalho (2002), a maior parte das empresas brasileiras era de propriedade de grupos familiares com capacidade limitada de investimento. A emissão de ações acarretaria no risco da perda de controle das empresas, o que consistiria um limite à oferta de ações.

Valadares e Leal (2002 apud TEIXEIRA, 2007, p. 136)²⁶ analisaram a estrutura de controle das empresas brasileiras em uma amostra de 325 companhias privadas listadas na BOVESPA e não controladas pelo Estado, identificando elevado grau de concentração da propriedade. O maior acionista detém em média 41% do capital social, e os cinco maiores acionistas 61% do capital social total. Nas ações com direito a voto a concentração é ainda maior: 62% das companhias possuem um acionista majoritário com mais de 50% do capital votante. Segundo Teixeira (2007), o estudo revela que a concentração de capital acarreta em elevação do risco, pois os acionistas não controladores demandam maiores taxas de retorno. Ou seja, quanto mais fraca a proteção aos minoritários, maior o custo decorrente do risco gerado pela concentração da propriedade.

Com o crescimento das empresas e a expansão dos negócios, surge a necessidade de crédito e de uma estrutura de capital que permita o aumento da escala produtiva. Diante desse novo cenário, as empresas começam um processo de abertura do capital, o número de proprietários aumenta e a necessidade de uma administração profissional fica evidente.

Vieira e Corrêa (2002) destacam que o perfil das firmas nacionais (de menor porte e de ramos tradicionais no setor privado e de grande porte nas indústrias de base e infraestrutura no setor público) ajuda explicar a conformação da estrutura da propriedade vigente no mercado de capitais, bem como a existência de uma lei de mercado de capitais que desprivilegiava os acionistas minoritários (Lei 6.404/76) e permitia a existência de uma grande porcentagem de ações preferenciais, elementos que garantiam a manutenção do controle. Esta questão envolve o porte das empresas privadas, o poder político dos maiores grupos privados nacionais e o fato de que as empresas nacionais de maior porte eram estatais.

Os autores também abordam que o não desenvolvimento do mercado de capitais nacional também estava relacionado à questão de que as ações transacionadas eram, para os seus compradores, um tipo de aplicação a ser comparada com outras alternativas existentes no mercado. Este é um fator importante, especialmente quando se tem em mente que os títulos públicos e privados com correção pós-fixada passam a ser uma grande fonte de ganho e baixo risco para os detentores da riqueza, devido às elevadas taxas de juros praticadas no país.

²⁶ VALADARES, Silvia; LEAL, Ricardo. Ownership and control structure of brazilian companies. (2002). Impresso.

No Brasil, durante um longo período, o perfil dos investidores foi pautado pelo curto prazo. Os investidores viam um mercado para ganhos rápidos e estavam pouco preocupados com questões que envolviam dividendos, lucro, conselho de administração, práticas de gestão, dentre outros fatores. Pode-se adicionar, ainda, que a evolução histórica do mercado de capitais brasileiro foi calcada inicialmente em investidores individuais e institucionais (fundos de pensão, seguradoras, etc.) que se posicionavam fora do controle das empresas. (VIEIRA; MENDES, 2004).

Por outro lado, Vieira e Mendes (2004) destacam que o processo de profissionalização da gestão das empresas exigido para atender a um mercado de capitais cada vez mais competitivo, fazia com que os proprietários ficassem cada vez mais ausentes do dia a dia das empresas e passassem a efetivar sua influência nas decisões, fundamentalmente, através do conselho de administração. Essa evolução leva a outra questão: como conduzir a gestão da empresa de modo a maximizar o interesse dos proprietários? Segundo os autores, entre as diversas abordagens da Governança Corporativa, esta pode ser entendida como um problema de agente-principal, onde é necessário estabelecer mecanismos adequados para que os administradores (agentes) conduzam a companhia de forma a atender aos interesses dos seus acionistas (principais).

Neste sentido, a Governança Corporativa pode ser vista aqui como um mecanismo que busca propiciar maior transparência, disciplina e responsabilidade dos administradores das empresas para com os acionistas. Um bom sistema de Governança Corporativa fortalece o mercado de capitais, tornando-se fator importante para o crescimento econômico à medida que fortalece as empresas, reforça competências, amplia as bases estratégicas para a criação de valor e harmoniza interesses. Outro fator em prol da adoção de boas práticas de Governança Corporativa é que sua instituição contribui para que os resultados corporativos sejam menos voláteis e se tornem mais seguros e menos expostos a riscos externos. (ANDRADE; ROSSETTI apud ROGERS; RIBEIRO; SOUSA, 2005b, p. 2).²⁷

Carvalho (2000) ressalta que a remoção dos problemas conjunturais e de natureza macroeconômica não é suficiente para garantir que tais mercados se desenvolvam, é necessário também considerar os entraves institucionais, como a proteção aos investidores minoritários. Na última década, o debate sobre Governança Corporativa, desenvolvimento do mercado de capitais e crescimento econômico tem tomado corpo na mídia, no meio empresarial e acadêmico devido, principalmente, aos escândalos e fraudes recentes contra

²⁷ ANDRADE, A.; ROSSETTI, J.P. Governança Corporativa. São Paulo: Atlas, 2004.

investidores, como os casos da Enron, WorldCom, Tyco, Adelphia, Parmalat e outros, e pesquisas internacionais vêm corroborando a eficácia de melhores práticas de Governança Corporativa.

Teixeira (2007) destaca que os desafios a serem enfrentados para que o mercado de capitais brasileiro se desenvolva se dividem em dois grupos. Enquanto o primeiro está associado a medidas que tendem a tornar as operações atuais mais eficientes, o segundo grupo concentra reformas de natureza estrutural e políticas macroeconômicas austeras que levam, com o auxílio do grau de previsibilidade, ao desenvolvimento econômico e, conseqüentemente, ao desenvolvimento do mercado de capitais. A busca de crescimento sustentável implica tanto na introdução de um ambiente econômico mais previsível quanto na maior demanda por financiamento de longo prazo.

Pinheiro (2007) revela que há várias barreiras a serem superadas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, sejam elas representadas por fatores macroeconômicos, tributários ou institucionais, e isso significa uma agenda repleta de trabalhos a serem desenvolvidos. Entretanto, segundo o autor, dificilmente será feita “a reforma” do mercado de capitais brasileiro de uma única vez, ela certamente se dará através de um processo gradual, que terá de enfrentar interesses contrariados, e trabalhar com a perspectiva de que serão necessárias mudanças constantes e periódicas de legislação e das instituições, tomando-se cuidado para que as modificações sejam sempre preanunciadas e respeitando os contratos preexistentes, como, aliás, vem acontecendo a partir do início dos anos 2000, com a reforma da Lei das Sociedades Anônimas, Níveis diferenciados de Governança e Novo Mercado da BM&FBOVESPA.

Com relação ao desenvolvimento operacional (primeiro grupo), Teixeira (2007) acredita que o mercado de capitais brasileiro é extremamente sofisticado, mesmo em comparação com países desenvolvidos. Pinheiro (2007) aborda que a infraestrutura operacional institucional do mercado de capitais brasileiro é bem desenvolvida e razoavelmente consolidada.

O mercado doméstico conta com estrutura operacional da qual fazem parte o Sistema Especial de Liquidação e Custódia – SELIC²⁸ que já está em operação há mais de 25 anos, a

²⁸ O SELIC foi criado em 1980, sob a responsabilidade do Banco Central do Brasil e da Andima, é um grande sistema computadorizado *on-line*, ao qual têm acesso apenas instituições financeiras credenciadas no mercado financeiro e onde os negócios envolvendo títulos públicos têm liquidação imediata. (FORTUNA, 2005, p. 111).

Câmara de Custódia e Liquidação – CETIP,²⁹ há praticamente o mesmo tempo, a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC,³⁰ os serviços de *home broker* e operações eletrônicas em bolsa de valores e o Sistema de Pagamentos Brasileiro – SPB³¹ está em pleno funcionamento. O autor destaca que há instrumentos modernos de registro de devedores e toda a estrutura física já implementada e em uso com margens para uma significativa expansão dos negócios sem a necessidade de novos e voluptuosos investimentos.

Por outro lado, a estabilidade econômica obtida após a implementação do Plano Real na década de 1990 e a posterior adoção de regimes de metas de inflação, a lei de responsabilidade fiscal, a maior preocupação com o controle das contas públicas e o comprometimento do setor público com a criação de um ambiente macroeconômico estável vêm proporcionando um cenário propício a formação de poupança de longo prazo e para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

De acordo com o Portal do Investidor da CVM, a partir de meados da década de 1990, com a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira, aumentou o volume de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro. Além disso, algumas empresas brasileiras começaram a acessar o mercado externo através da listagem de suas ações em bolsas de valores estrangeiras, principalmente na Bolsa de Nova Iorque (NYSE - New York Stock Exchange), sob a forma de *American Depositary Receipts - ADRs* - com o objetivo de se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no exterior.

Ao listar suas ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela Securities and Exchange Commission - SEC, órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações e a legislação vigente nos Estados Unidos.

Com a listagem internacional e também o fluxo crescente de investidores estrangeiros no Brasil, as empresas brasileiras começam a ter contato com acionistas mais

²⁹ A CETIP foi criada em conjunto pelas instituições financeiras e o Banco Central do Brasil em 1986, é uma empresa de custódia eletrônica e de liquidação financeira de títulos públicos e privados, que se constitui sob a forma de mercado de balcão organizado para registro e negociação de títulos e valores mobiliários de renda fixa. (FORTUNA, 2005, p. 121).

³⁰ A CBLC é uma *clearing* ou *caixa de liquidação* que funciona para garantir o fiel cumprimento dos negócios realizados na Bolsa de Valores. (BOVESPA). A CBLC funciona após a cisão patrimonial da BOVESPA em 1998 e é uma empresa depositária central do mercado de ações no Brasil. O Serviço de custódia da CBLC permite acesso em tempo real a todas as transações de custódia, quais sejam: depósitos, retiradas, transferências, distribuição de proventos, etc., garantindo ao mercado procedimentos de controle muito mais seguros, pois não se pode vender o que não se tem. (FORTUNA, 2005, p. 565).

³¹ O conceito básico de um sistema de pagamentos do mercado financeiro é o de que, quando uma instituição financeira monetária – um banco comercial ou um banco múltiplo com carteira comercial – estiver efetivando um pagamento, o estará fazendo através de outro banco que, por sua vez, estará efetivando um recebimento. (FORTUNA, 2005, p. 751).

exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de Governança Corporativa mais avançadas que as aplicadas no mercado brasileiro. Ao número crescente de investidores estrangeiros soma-se uma maior participação de investidores institucionais brasileiros de grande porte e mais conscientes de seus direitos.

Durante certo tempo, o mercado de capitais brasileiro perdeu espaço para outros mercados devido à falta de proteção ao acionista minoritário e a incertezas em relação às aplicações financeiras. A falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias influenciavam a percepção de risco e, conseqüentemente, aumentavam o custo de capital das empresas.

Algumas iniciativas institucionais e governamentais foram implementadas nos últimos anos com o objetivo de assegurar a melhoria das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras, das quais se destacam: a aprovação da reforma da lei das Sociedades Anônimas, através da Lei nº 10.303, em outubro de 2001, conforme abordado no capítulo anterior, e a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA.

A adoção de boas práticas de Governança Corporativa, conforme abordado acima, vem sendo recomendada por instituições e agentes ligados ao mercado de capitais e adotada pelas empresas, principalmente as que possuem suas ações negociadas em bolsa de valores. Adicionalmente, os órgãos governamentais e fiscalizadores também utilizam regulamentações para evitar fraudes contábeis nas corporações, aumentar a transparência, proteger os investidores e melhorar o funcionamento do mercado de capitais.

No aperfeiçoamento do mercado de capitais brasileiro se inclui a adoção de padrões de Governança Corporativa mais elevados. Carvalho (2003) destaca que muito se tem ressaltado sobre a influência que a boa Governança Corporativa tem para o desenvolvimento do mercado de capitais; entretanto as reformas legislativas para o aumento dos direitos dos minoritários sempre encontram resistências e não avançam. Neste sentido, mecanismos de adesão voluntária, como o Novo Mercado e os níveis 1 e 2 da BOVESPA, aparecem como uma alternativa mais factível. Nesses segmentos tanto as empresas que já negociam suas ações no mercado como as novas empresas que abrem capital podem ingressar. Essa adesão aos níveis de boa Governança é uma forma de sinalização alternativa utilizada pelo mercado.

A BOVESPA juntamente com instituições ligadas ao mercado de capitais, investidores, intermediários financeiros, empresas e órgãos do governo vêm fazendo, nos últimos anos, um grande esforço e promovendo ações importantes para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. A criação do Nível 1, Nível 2 e do Novo Mercado faz parte

desse processo. As empresas registradas nesses segmentos assumem compromissos de Governança Corporativa adicionais aos existentes na legislação atual. Os compromissos referem-se à prestação de informações que facilitam o acompanhamento e à fiscalização dos atos da administração e dos controladores da Companhia e à adoção de regras societárias que melhor equilibram os direitos de todos os acionistas, independentemente da sua condição de controlador ou investidor.

3.5 OS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E O NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA

A melhoria da qualidade das informações prestadas pela Companhia e a ampliação dos direitos societários reduzem as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco. Assim, em virtude do aumento da confiança, eleva-se a disposição dos investidores em adquirirem ações da Companhia, tornando-se seus sócios. A redução do risco também gera uma melhor precificação das ações que, por sua vez, incentiva novas aberturas de capital e novas emissões de ações, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento às empresas. (CARVALHO, 2003).

Segundo Carvalho (2003), a partir do final dos anos 1990, vinha sendo ressaltado a importância da boa Governança Corporativa para o desenvolvimento do mercado de capitais. Conforme abordou-se anteriormente, uma série de estudos tem destacado que o desenvolvimento do mercado de capitais depende do nível de proteção do qual gozam investidores minoritários (acionistas e credores) (LA PORTA et al., 1998, 1999, 2006). Entretanto, as reformas legislativas para o aumento dos direitos dos minoritários sempre encontraram grandes obstáculos políticos. Diante das dificuldades legais apresentadas, o autor destaca que mecanismos de adesão voluntária, como os níveis diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado da BOVESPA, aparecem como uma alternativa viável.

Segundo o portal do Investidor da CVM, no final dos anos 1990 era evidente a crise de grandes proporções pela qual passava o mercado de ações no país. A título de exemplo, o número de companhias listadas na BOVESPA tinha caído de 550 em 1996 para 440 em 2001. O volume negociado, após atingir US\$ 191 bilhões em 1997, recuara para US\$ 101 bilhões em 2000 e US\$ 65 bilhões em 2001. Além disso, muitas companhias fechavam o capital e poucas abriam.

Com vista na necessidade de mudar esse cenário, a BOVESPA criou o Novo Mercado, que é um segmento especial de listagem de ações de companhias que se comprometem voluntariamente em adotar boas práticas de Governança Corporativa. Como mecanismos de adaptação à nova realidade do mercado de ações brasileiro, foram criados dois estágios intermediários: Níveis 1 e 2 que, juntos com o Novo Mercado estabelecem compromissos crescentes de adoção de melhores práticas de Governança Corporativa.

A idéia que norteou a criação do Novo Mercado tem seu fundamento na constatação de que, entre os diversos fatores que contribuem para a fragilidade do mercado de capitais brasileiro, está a falta de proteção aos acionistas minoritários. Dessa forma, a valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas.

A ausência de regras adequadas de defesa dos interesses dos acionistas minoritários acarreta a exigência por parte dos investidores de um deságio sobre o preço da ação, causando uma desvalorização no valor de mercado das companhias. Com isso, é esperado que as empresas cujas ações estejam listadas em algum dos segmentos diferenciados de Governança Corporativa, nas quais os riscos envolvidos são minimizados, apresentem prêmios de risco consideravelmente reduzidos, implicando valorização do patrimônio de todos os acionistas.

Neste contexto, a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA implantou em dezembro de 2000 os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – Nível 1 e Nível 2 – e o Novo Mercado.³² Os segmentos especiais de listagem foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

A seguir, apresentam-se os procedimentos para o registro no Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado, bem como os principais requisitos estabelecidos nos respectivos regulamentos.

³² Haverá quatro mercados na BOVESPA, quais sejam: mercado tradicional, Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado. (CARVALHO, 2003).

3.5.1 Nível 1 e Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA

Implantados em dezembro de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – Nível 1 e Nível 2 – e o Novo Mercado são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Embora tenha fundamentos semelhantes, o Novo Mercado é direcionado principalmente à listagem de empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis Diferenciados, Nível 1 e Nível 2, são direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na bolsa.

3.5.1.1 Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA

A BM&FBOVESPA não registra automaticamente as empresas no Nível 1, mesmo que, voluntariamente, as companhias atendam a todos os requisitos de listagem desse segmento. É necessária a assinatura do Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1, celebrado entre, de um lado, a BM&FBOVESPA e, do outro, a Companhia, os administradores e o acionista controlador.

O contrato é imprescindível, pois, enquanto estiver em vigor, torna obrigatório o cumprimento dos requisitos do Nível 1, tendo a BM&FBOVESPA o dever de fiscalizar e, se for o caso, punir os infratores.

A maior parte dos compromissos que as empresas do Nível 1 assumem perante os investidores refere-se ao fornecimento de informações que auxiliam na avaliação sobre o valor da empresa. Além disso, a empresa Nível 1 não deve ter partes beneficiárias.

As principais práticas exigidas para participar do Nível 1 são:

- a) manutenção de uma parcela mínima de ações em circulação (*free-float*), representando 25% do capital da empresa;
- b) realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- c) melhoria nas informações prestadas trimestralmente com a exigência de consolidação contábil e de revisão especial;

- d) cumprimento de regras de transparência (*disclosure*) em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- e) divulgação de acordos de acionistas e programas de opções de ações (*stock options*);
- f) disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

3.5.1.2 Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA

A principal diferença entre o Novo Mercado e o Nível 2 refere-se à emissão de ações preferenciais. Enquanto as empresas Novo Mercado só possuem ações ordinárias (todos têm direito de voto), as empresas Nível 2 têm ações preferenciais, muito embora os titulares dessas ações preferenciais tenham direito de voto em algumas matérias específicas. Por essa razão, o Novo Mercado é direcionado principalmente à listagem de empresas que venham a abrir o capital, e o Nível 2 é voltado às empresas que já possuem ações preferenciais negociadas na BM&FBOVESPA e que, num primeiro momento, não têm condições de converter as suas ações preferenciais em ordinárias.

Para uma companhia se inscrever no Nível 2 de Governança Corporativa, além de adotar as exigências contidas no Nível 1, as Companhias se comprometem em adotar um conjunto mais amplo de práticas de Governança Corporativas, entre os quais se destacam:

- a) mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração que deve ser composto por, no mínimo, cinco membros;
- b) disponibilização de balanço anual de acordo com as normas do padrão contábil norte-americano – *Generally Accepted Accounting Principles in the United States* (US GAAP) ou internacional, *International Accounting Standards Committee* (IASC);
- c) em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, detentores das ações ordinárias, assegurando-se o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor. Para as ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito deverá ser oferecido, no mínimo, 80% do valor pago às ações ordinárias (*tag along*);

- d) em caso de fechamento de capital ou cancelamento do contrato do Nível 2, o controlador ou a Companhia, conforme o caso, deve fazer uma oferta pública de aquisição das ações em circulação, tendo por base, no mínimo, o valor econômico da Companhia, determinado por empresa especializada.
- e) direito a voto aos detentores de ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da Companhia e aprovação de contratos entre a Companhia e empresas do mesmo grupo ou outros em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a Companhia;
- f) adesão à Câmara de Arbitragem (oficialmente instalada em 27/07/2001) para resolução de conflitos societários de acordo com a Lei 9.307/96 (Lei da Arbitragem).

3.5.2 Novo Mercado da BM&FBOVESPA

Segundo Carvalho (2002, 2003), a criação do Novo Mercado “inaugura” uma nova fase do mercado de capitais brasileiro, em que o setor privado lidera o processo de promover reformas. De acordo com o autor, tendo em vista as dificuldades de alterar os padrões de Governança Corporativa através de mudanças na legislação, a criação de mecanismos de adesão voluntária a melhores práticas de Governança Corporativa tem sido usada como forma de sinalização alternativa a reformas legislativas.

O autor entende que o Novo Mercado foi inspirado no Neuer Market Alemão. O destaque da experiência alemã foi a percepção de que uma reforma legislativa era necessária para alterar regras referente às empresas que já tinham aberto capital, mas desnecessária para as novas empresas que pretendiam abrir capital. A empresa que quer abrir capital escolhe se quer entrar para o Neuer Market ou no mercado acionário tradicional. Entretanto, para entrar no Neuer Market, a empresa necessita assinar um contrato privado com a Bolsa Alemã (*Deutsche Börse*), onde se estabelecem regras rígidas visando oferecer forte proteção aos acionistas minoritários. Dentre as quais se destacam: a emissão somente de ações ordinárias, a publicação de demonstrativos trimestrais conforme padrões contábeis nacionais e internacionais, os controladores não podem vender ações dentro de um prazo de seis meses da abertura de capital, submissão a um código de *takeover* (aquisição/tomada de poder) e garantia de liquidez para as ações.

Carvalho (2002) destaca que a implementação do Neuer Market não necessitou de reforma na legislação e, por isso, não influenciou na situação de empresas já abertas que continuam listadas nos mercados tradicionais com regras fracas de Governança Corporativa e, com isso, se evitou oposição política de grupos controladores. Para as novas empresas listadas no Neuer Market, a vantagem é que o preço de suas ações pode ser consideravelmente maior, não por obrigatoriedade legal, mas por aceitarem regras mais restritivas e acharem isso mais vantajoso. O Neuer Market, segundo o autor, é um mecanismo que permite a algumas empresas sinalizar ao mercado (investidores minoritários e credores) que se diferenciam das demais empresas listadas nos mercados tradicionais.

Outra vantagem desse modelo é a utilização de uma cláusula contratual prevendo que quaisquer conflitos serão resolvidos por câmaras de arbitragem (como se fosse uma justiça privada), e as decisões dessas câmaras possuem força de lei e não são passíveis de questionamentos no Judiciário. Isso faz com que os investidores tenham a garantia de que quaisquer recursos ou conflitos serão julgados rapidamente e com a devida competência, livrando-se da morosidade do Judiciário.

No Brasil, a criação do Novo Mercado foi recebida com entusiasmo por investidores, empresas, órgãos reguladores e governo. Carvalho (2002) ressalta que a iniciativa de criação do Novo Mercado marca uma mudança de postura por parte da BOVESPA, fato que sugere um gradual aumento nas práticas de autorregulação do mercado. Para o autor, essa experiência também demonstra que a participação do governo e do legislativo nem sempre é essencial e que existe espaço para a atuação do setor privado enquanto promotor do mercado de capitais.

A adesão de uma empresa ao Novo Mercado é voluntária e se concretiza com a assinatura de um contrato entre a companhia, seus controladores, administradores e a BM&FBOVESPA. Pelo contrato, as partes acordam em cumprir o “Regulamento de Listagem” do Novo Mercado, que consolida todos os requisitos adicionais desse segmento e, também, adotam a arbitragem para a solução de eventuais conflitos societários que possam surgir. O contrato de adesão ao Novo Mercado é administrado pela BM&FBOVESPA, que passa a ser a guardiã das práticas de Governança Corporativa, fazendo com que o Novo Mercado funcione como um **selo de qualidade** cujo valor reside nas obrigações contratuais assumidas pela empresa e na maneira como a BM&FBOVESPA administra tais contratos.

De acordo com a bolsa, os compromissos de Governança Corporativa que as empresas registradas nesse segmento assumem são adicionais aos existentes na legislação atual. Esses compromissos referem-se à prestação de informações que facilitam o

acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da Companhia e à adoção de regras societárias que melhor equilibram os direitos de todos os acionistas, independentemente da sua condição de controlador ou investidor.

A BM&FBOVESPA reitera que a melhoria da qualidade das informações prestadas pela Companhia e a ampliação dos direitos societários reduzem as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco. Assim, em virtude do aumento da confiança, eleva-se a disposição dos investidores em adquirirem ações da Companhia, tornando-se seus sócios. A redução do risco também gera uma melhor precificação das ações que, por sua vez, incentiva novas aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento às empresas.

Os principais requisitos adicionais à legislação para empresas aderirem ao Novo Mercado, além das exigências contidas nos Níveis 1 e 2 são:

- a) a empresa deve ter e emitir exclusivamente ações ordinárias (ON), tendo todos os acionistas o direito de voto. A emissão de ações preferenciais não é permitida.
- b) realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- c) para melhorar a liquidez e a pulverização das ações da Companhia no mercado secundário, o regulamento exige que a empresa mantenha um percentual mínimo de 25% de ações em circulação;
- d) em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, assegurando-se o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor (direito de *tag along*).
- e) em caso de fechamento de capital ou cancelamento do contrato do Novo Mercado, o controlador ou a Companhia, conforme o caso, fará uma oferta pública de aquisição das ações em circulação, tendo por base, no mínimo, o valor econômico da Companhia, determinado por empresa especializada. A empresa especializada deve ser selecionada, em assembleia geral, a partir de uma lista tríplice indicada pelo Conselho de Administração.

Há também um conjunto importante de compromissos que as empresas listadas no Novo Mercado assumem perante os investidores, o qual se refere ao fornecimento de informações que auxiliam na avaliação sobre o valor da Companhia.

No capítulo seguinte analisam-se a evolução do Novo Mercado desde sua criação e o desempenho das ações das empresas que aderiram às suas regras desde sua implementação.

Também observa-se se o Novo Mercado vem contribuindo para o aperfeiçoamento e adoção de práticas de Governança Corporativa por parte das empresas e, como consequência, contribuindo para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

4 O NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA E O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

O mercado de capitais no Brasil vem evoluindo e passando por transformações relevantes nos últimos anos. Após a introdução dos níveis diferenciados de Governança Corporativa em dezembro de 2000, houve um aumento significativo de abertura de capital de novas empresas (IPOs) e de emissões de ações de empresas que já negociavam na bolsa de valores e que aproveitaram o cenário favorável para buscar recursos via mercado de capitais e financiar suas atividades.

Este capítulo se propõe analisar o mercado de capitais brasileiro a partir da criação do Novo Mercado, do Nível 1 e do Nível 2, da BM&FBOVESPA. Analisam-se alguns dos principais indicadores do mercado de capitais brasileiro a partir de 2001, ano que foram introduzidos os mais elevados padrões de governança, e período em que as empresas começaram a aderir gradativamente aos respectivos níveis, com destaque para 2006 e 2007 que foram os anos recordes de emissões de ações e de abertura de capital (IPOs) de novas companhias.

Na seção 4.1 observa-se a evolução recente do mercado de capitais brasileiro a partir da criação dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA; a seção 4.2 aborda as contribuições que o Novo Mercado e os níveis diferenciados de Governança Corporativa vêm oferecendo para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Na seção 4.3 destacam-se a consolidação e as perspectivas para o mercado de capitais brasileiro a partir da implementação do Novo Mercado e dos níveis diferenciados de Governança Corporativa, inclusive as necessidades de aperfeiçoamento para o processo de consolidação do modelo implementado para o desenvolvimento sustentado do mercado de capitais nacional.

4.1 A EVOLUÇÃO RECENTE DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO A PARTIR DA CRIAÇÃO DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BM&FBOVESPA

No capítulo anterior abordaram-se algumas dificuldades que o mercado de capitais brasileiro enfrentava para realmente deslanchar, bem como algumas medidas que foram adotadas a partir do final dos anos 1990 e início dos anos 2000 para impulsionar e desenvolver o mercado de capitais nacional.

Observado o diagnóstico do mercado de capitais brasileiro apresentado no capítulo anterior e, a partir das diretrizes e ações propostas pelo Plano Diretor do Mercado de Capitais lançado oficialmente em 17 de maio de 2002,³³ liderado pela BOVESPA com a participação de 23 das mais representativas entidades do setor privado, o Plano Diretor integrou uma ação cívica instaurada com o intuito de adotar medidas para promover o desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Posteriormente esse projeto foi apresentado ao Congresso Nacional, ganhou a simpatia do parlamento e a adesão de órgãos governamentais como a Comissão de Valores Mobiliários – CVM que tem participação direta nesse projeto, Banco Central do Brasil e do Governo Central. (ROCCA, 2002).

Com a estabilidade e a melhora do cenário econômico doméstico e muito esclarecimento, o mercado de capitais brasileiro encontrou terreno fértil junto a diversos públicos, dos quais se podem destacar as pessoas físicas que, em outra época, buscavam apenas proteger suas poupanças contra os efeitos da inflação. Agora os investidores individuais possuem objetivos mais claros de obter maiores ganhos através de diversas alternativas de investimentos que o mercado vem oferecendo.

O mercado de capitais nacional, acreditando que a retomada do crescimento econômico será liderada por investimentos privados, vem atuando ativamente através das instituições destacadas acima, capitaneadas pela BM&FBOVESPA, que vem adotando iniciativas importantes para obter sucesso na captação de poupança. O mercado de capitais é considerado uma fonte de financiamento fundamental para o crescimento do país. É através

³³ O Plano Diretor do Mercado de Capitais foi lançado através de um livro chamado Mercado de Capitais, A Saída para o Crescimento, no XVII Congresso Brasileiro da ABAMEC – Associação Brasileira de Analistas do Mercado de Capitais que posteriormente passou a se chamar de APIMEC – Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais. O Plano Diretor buscou identificar os principais obstáculos para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional e estabelecer diretrizes a serem seguidas para superar as dificuldades existentes e buscar desenvolver o mercado de capitais brasileiro. (CASAGRANDE NETO; CINTRA NETO; MAGLIANO FILHO, 2002).

da captação de recursos de longo prazo na bolsa de valores e instituições financeiras, no chamado mercado primário, que as empresas adquirem grande parte dos recursos para financiar seus investimentos no aumento de sua produção, processo que dá início a um ciclo virtuoso para a economia. (ROCCA, 2002; 2008).

Dentre várias linhas de atuação do Plano Diretor, uma das propostas referia-se à educação no mercado de capitais. Nesse sentido, conseguiram-se avanços significativos. A Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA em parceria com as outras instituições vem desenvolvendo programas que visam esclarecer e educar os interessados no mercado, objetivando a participação cada vez maior de investidores, principalmente pessoas físicas. Entre os projetos desenvolvidos pode-se destacar o **Bovespa Vai Até Você**, em que ocorrem visitas e palestras em eventos, feiras, praia, etc. Esse projeto consiste em explicar o funcionamento do mercado de capitais, em linguagem simples e acessível, para os investidores potenciais. O **Projeto Educar** consiste em cursos e palestras com material didático que proporciona acesso desde crianças até pessoas de idade mais avançada, todos os componentes das famílias e projetos só para mulheres (**Mulheres em Ação**). Cabe destacar a criação do **INI – Instituto Nacional do Investidor**, uma instituição sem fins lucrativos que tem como principal objetivo orientar as pessoas como investir no mercado de ações. Todos os projetos estão disponíveis para consulta no site da bolsa (www.bmfbovespa.com.br).

Atualmente as informações estão melhor disseminadas e os investidores podem se utilizar de jornais especializados, sites na internet e áreas de Relacionamento com Investidores de Empresas - RI. Isso populariza o mercado de capitais, e os investidores observam que a bolsa não é um cassino, e sim uma alternativa de investimento de maior risco, com empresas e instituições sérias e que pode render bons “dividendos” se analisado e avaliado de maneira correta.

A absorção de todas as Bolsas de Valores Regionais em apenas uma e a união da Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F com a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, que se transformou na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros - BM&FBOVESPA, a chamada Bolsa do Brasil ou Nova Bolsa, foram medidas que proporcionaram melhor nível de informação e organização, aumentou a liquidez e dinamizou os negócios no mercado de renda variável.

A melhoria nas práticas contábeis das empresas e a divulgação de informações de forma respeitosa para o mercado (Relação com Investidores – RI), a implementação de práticas de Governança Corporativa e adoção de práticas de responsabilidade social vêm tornando o mercado de capitais brasileiro um importante aliado no crescimento econômico. A

participação das companhias listadas em bolsa nos Índices de Governança Corporativa, Índice de Sustentabilidade Social da BM&FBOVESPA e algumas participando inclusive de índices de sustentabilidade em Bolsas de Valores do Exterior, como na Bolsa de Nova Iorque, a NYSE (*New York Stock Exchange*) e na LATIBEX (Bolsa de Madri que negocia empresas latino-americanas), permitem que o investidor tenha mais informação, conheça e possa avaliar melhor onde está colocando o seu dinheiro.

Os órgãos governamentais, após as propostas do Plano Diretor de 2002, também vêm se esforçando com medidas positivas para o mercado. As alterações na legislação com maior proteção aos acionistas minoritários, uma CVM mais atuante e fiscalizadora, a redução na alíquota de imposto de renda de 20% para 15% e o corte na CPMF³⁴ para investimentos em renda variável e outras medidas de incentivo por parte do governo, juntamente com a queda gradual da taxa básica de juros – Selic, estão dinamizando o mercado de capitais brasileiro.

As medidas adotadas do lado privado foram mais rápidas do que as medidas do setor público, até porque muitas têm impactos estruturais, por exemplo, a reforma tributária e da previdência. Mas o mais importante é que já se podem observar os efeitos positivos do esforço para o desenvolvimento do mercado de capitais no país ao longo da década de 2000.

No início dos anos 2000, as emissões de debêntures no Brasil, se considerar apenas as quantidades emitidas, eram próximas das alcançadas nos anos de 2005, 2006 e 2007. Entretanto, em valores nominais (R\$), os números saltaram de R\$ 8,7 bilhões em 2000 para R\$ 69,5 bilhões em 2006, ano que teve o maior número de registros e o recorde em valores, e se considerar os anos de 2007 e 2008 também registraram-se emissões significativas, conforme se pode observar na Tabela 1 e nos gráficos 1 e 2 a seguir. Essas informações ajudam a demonstrar que a trajetória de redução das taxas de juros domésticas e a melhora nos fundamentos macroeconômicos, nos critérios de avaliação de risco, na qualidade da informação divulgada por parte das empresas e dos órgãos reguladores, melhoraram consideravelmente o perfil do mercado e dos credores, com maior transparência e confiabilidade, e deram novo impulso ao mercado de debêntures. (ROCCA, 2008; RESENDE; MACEDO, 2008).

³⁴ A Lei nº 11.033, de 21/12/2004, promoveu significativas alterações no tratamento tributário das aplicações financeiras em renda variável a partir de 01/01/2005, das quais se destacam a redução da alíquota do imposto de renda de 20% para 15% sobre os rendimentos obtidos, exceto operações de *day trade*, e a isenção de imposto de renda para valores iguais ou inferiores a R\$ 20 mil por mês. A Lei nº 11.312, de 27/06/2006, isenta da cobrança da CPMF – Contribuição Provisória Sobre Movimentação Financeira as aplicações em renda variável. Vale lembrar que a CPMF vigorou no Brasil até 31/12/ 2007 quando foi extinta a Lei nº 9.311, de 24/10/1996, que a instituiu.

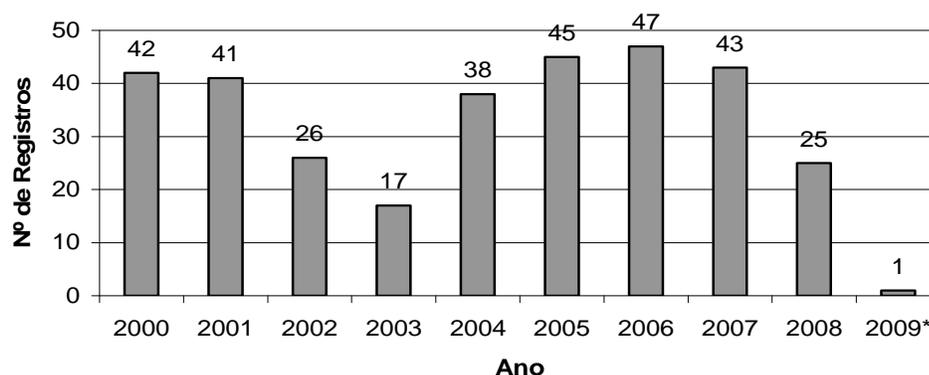
As operações com debêntures são muito utilizadas no mercado doméstico e, segundo dados da Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto – ANDIMA que divulga as taxas para esses títulos no mercado secundário, em 2004 e 2005, custavam em torno de 17% ao ano, em 2006 passaram a custar próximo de 15% ao ano e em 2007 cerca de 12,4% ao ano, passando para 13,73% em 2008. Passada a turbulência internacional, devido a crise econômica de 2008, e com a volta de recursos para crédito no mercado, essas taxas tendem a cair mais no médio prazo. Com a queda do custo de captação, o acesso ao mercado de debêntures torna-se mais atrativo para as empresas acessá-lo.

Tabela 1
Ofertas de Debêntures Registradas na CVM

Ano	Primárias		Secundárias		Total	
	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$
2000	42	8.748.003.946,00	0	-	42	8.748.003.946,00
2001	41	15.162.137.780,00	0	-	41	15.162.137.780,00
2002	25	14.635.600.000,00	1	3.885.590,56	26	14.639.485.590,56
2003	17	5.282.404.000,00	0	-	17	5.282.404.000,00
2004	38	9.614.451.500,00	0	-	38	9.614.451.500,00
2005	45	41.538.852.293,88	0	-	45	41.538.852.293,88
2006	47	69.464.083.040,20	0	-	47	69.464.083.040,20
2007	43	46.533.786.496,75	0	-	43	46.533.786.496,75
2008	25	37.458.538.000,00	0	-	25	37.458.538.000,00
2009	1	610.000.000,00	0	-	1	610.000.000,00

Fonte: CVM (2009).

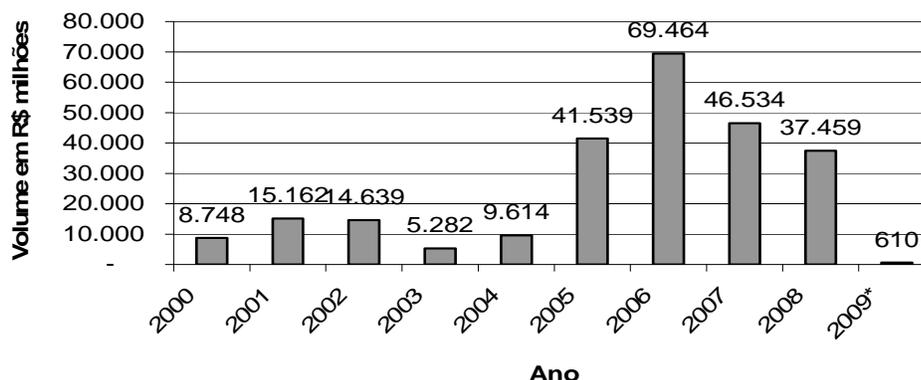
* Posição em 06 de abril de 2009.



* Posição em 06 de abril de 2009.

Gráfico 1 - Número de Ofertas de Debêntures Registradas na CVM

Fonte: CVM (2009).



* Posição em 06 de abril de 2009.

Gráfico 2 - Volume de Ofertas de Debêntures Registradas na CVM

Fonte: CVM (2009).

Além das emissões de debêntures, pode ser observado na Tabela 2 e nos Gráficos 2 e 3 que as emissões de ações (primárias e secundárias) registradas na CVM também estiveram em ritmo de crescimento ao longo dos anos 2000. A partir da melhora no mercado de renda variável, inclusive pela boa liquidez internacional, principalmente nos últimos três anos, houve um expressivo crescimento nas emissões, com destaque para o ano de 2007.

Tabela 2
Ofertas de Ações Registradas na CVM

Ano	Primárias		Secundárias		Total	
	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$
2000	6	1.410.167.960,40	14	12.127.324.469,02	20	13.537.492.429,42
2001	6	1.353.299.000,00	7	4.308.725.107,82	13	5.662.024.107,82
2002	4	1.050.442.564,05	2	5.096.797.750,64	6	6.147.240.314,69
2003	2	229.999.999,96	6	1.856.342.830,00	8	2.086.342.829,96
2004	9	4.522.552.764,89	12	4.682.650.177,38	21	9.205.202.942,27
2005	13	4.559.643.361,71	15	6.581.611.678,44	28	11.141.255.040,15
2006	29	14.212.632.881,23	30	12.771.278.339,25	59	26.983.911.220,48
2007	59	33.200.705.420,02	44	34.122.238.111,60	103	67.322.943.531,62
2008	9	32.148.102.600,43	4	1.855.893.276,00	13	34.003.995.876,43
2009*	0	-	1	2.212.895.370,00	1	2.212.895.370,00

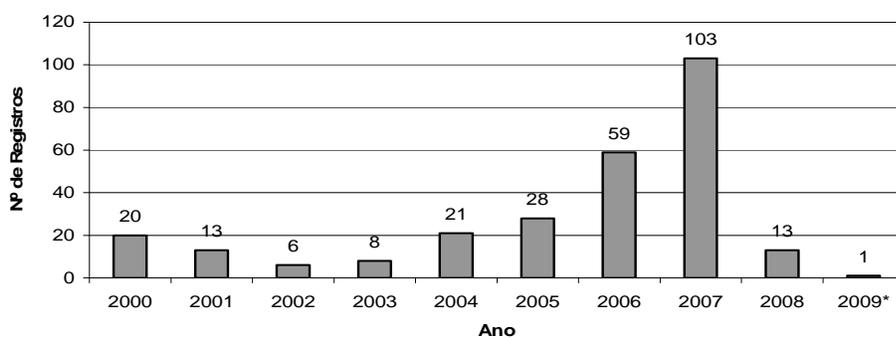
Fonte: CVM (2009).

* Posição em 06 de abril de 2009.

De acordo com Belotto e Luca (2006-a; 2006-b), o mercado de capitais brasileiro estava muito aquecido a partir de 2006, o volume total de ofertas públicas de ações ultrapassou os R\$ 26,9 bilhões naquele ano. Entretanto, conforme se observa na Tabela 2 e nos Gráficos 3 e 4, o melhor ano desde 2000 foi 2007, com R\$ 67,3 bilhões, num período que

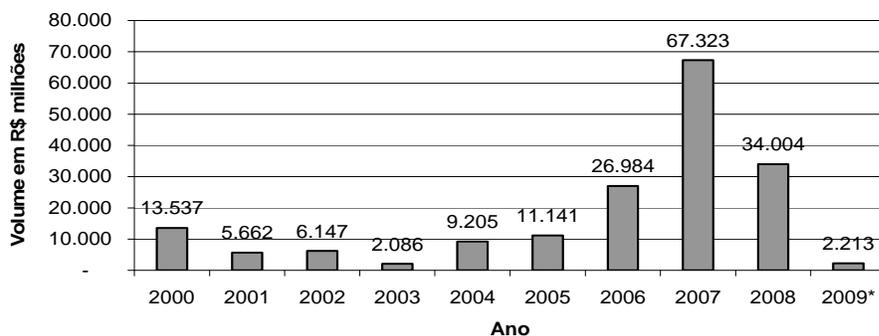
foi crescente. Se somar as emissões de debêntures, R\$ 46,5 bilhões, os valores ficam ainda mais expressivos e ultrapassam os R\$ 100 bilhões.

Os autores destacam que a conjuntura internacional de crescimento econômico e farta liquidez impulsionou esse desempenho, pois grande parte dos papéis foi comprada por investidores estrangeiros, conforme demonstra a Tabela 3. Mas a modernização, a regulamentação e principalmente a criação dos níveis de Governança Corporativa pela BM&FBOVESPA tiveram papel determinante nesse conjunto de atrações, principalmente para o mercado acionário, conforme observa-se na seção seguinte.



* Posição em 06 de abril de 2009.

Gráfico 3 - Número de Ofertas de Ações Registradas na CVM
Fonte: CVM (2009).



* Posição em 06 de abril de 2009.

Gráfico 4 - Volume de Ofertas de Ações Registradas na CVM
Fonte: CVM (2009).

Cabe destacar que foram utilizados dados de emissões de debêntures e de ações porque são as formas mais utilizadas pelas empresas para captar recursos no mercado de capitais. Ações e debêntures juntas representam em média 68% das emissões totais de títulos registrados na CVM no período de 2000 a 2008. Em seguida aparecem, no *ranking* da CVM, as notas promissórias com cerca de 10%, que são títulos com prazo de vencimentos mais curtos (6 meses, 1 ano) e o restante de emissões são as Quotas de Fundos de Investimentos de Direitos Creditórios e Recebíveis, Quotas de Fundos Imobiliários e outros títulos e certificados colocados no mercado, com valores de emissão menos significativos.

Com isso, o mercado mudou de patamar e de qualidade. Das novas empresas que estão negociando ações na bolsa, a maioria entrou no **Novo Mercado**, o mais elevado nível de Governança Corporativa, que obriga as companhias a emitirem apenas ações ordinárias (com direito de participação no controle) e *tag along* de 100%. Ou seja, no caso de venda do controle, os minoritários recebem o mesmo valor que o acionista controlador. Além disso, a bolsa ganhou novos setores, como o de construção civil e incorporação, internet, saúde, seguros, laboratórios de análises clínicas e informática. Esta diversificação atrai novos investimentos, impulsionando o crescimento econômico.

Tabela 3
Participação de Investidores Estrangeiros nas Distribuições Públicas de Ações da BM&FBOVESPA

Ano	Volume Total da Distribuição (R\$)	Volume da Oferta Brasileira (R\$)	Volume Estrangeiro na Oferta Brasileira (R\$)	Part (%)	Volume Estrangeiro na Oferta Total (R\$)	Part t(%)
2005	16.222.073.647,22	13.398.730.429,22	6.941.357.973,87	51,81%	9.764.701.191,87	60,19%
2006	28.501.509.787,98	27.342.032.857,98	17.952.258.000,59	65,66%	19.111.734.930,59	67,06%
2007	65.534.322.336,50	62.716.541.669,30	46.619.351.664,10	74,33%	49.437.132.331,30	75,44%
2008	41.088.182.386,20	34.153.326.666,90	12.838.587.166,20	37,59%	19.773.442.885,50	48,12%
2009*	2.212.895.370,00	2.212.895.370,00	1.957.009.260,50	88,44%	1.957.009.260,50	88,44%

Fonte: BM&FBOVESPA (2009).

* Dados disponíveis até o mês de março.

Obs.: Os dados divergem dos registros da CVM porque a data do registro nem sempre coincide com o período da distribuição na bolsa.

A participação destacada de investidores estrangeiros nas ofertas públicas de ações no mercado de capitais doméstico foi favorecida pelo cenário econômico. Segundo Rocca (2008), a combinação de uma conjuntura internacional favorável, com a adoção de uma política macroeconômica interna que combina metas de inflação, câmbio flutuante e redução da carga da dívida pública, tem permitido à economia brasileira acelerar as taxas de crescimento econômico e manter a inflação em nível baixo, dentro da meta, e controlado.

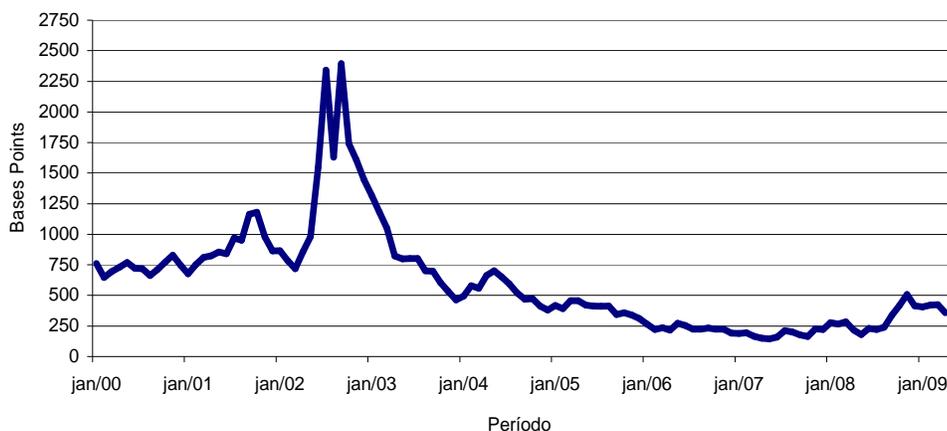


Gráfico 5 - Risco Brasil - EMBI

Fonte: JP Morgan (2009); Macrodados (2009); CMA Consultoria, Métodos e Assessoria (2009).

Segundo Rocca (2008) a geração de superávits primários tem permitido reduzir a carga da dívida pública em relação ao PIB. A melhoria da solvência externa, com forte acumulação de reservas, e a estabilidade interna têm mantido o interesse dos investidores estrangeiros e promovido acentuada redução dos prêmios de risco da dívida externa. No gráfico 5, que demonstra o risco Brasil, medido pelo índice EMBI, observa-se que o nível de risco país partiu de mais de 22,5% em 2002, período da eleição presidencial, para níveis inferiores a 2,5% entre janeiro de 2007 e 2008. É importante ressaltar que o ano de 2007 foi recorde de emissões de ações e com a participação massiva de investidores estrangeiros no mercado de capitais brasileiro.

Vale lembrar que, em 30/04/2008, o Brasil recebeu a primeira nota de grau de investimentos concedida pela agência de classificação de risco Standard & Poor's e, em 29/05/2008, recebeu a segunda nota concedida pela agência Fitch Ratings. Essa melhora na classificação de risco da dívida brasileira em moeda estrangeira corroborou para a queda do nível de risco país e para que o mercado de capitais tivesse novo impulso, atingindo patamares ainda mais elevados de valorização, principalmente das ações negociadas em bolsa.

No gráfico 6 observa-se o crescimento da participação dos investidores estrangeiros no volume financeiro da BM&FBOVESPA que, em 2001, tinham participação de 25,10% e, em 2008, representavam 35,49%. É importante destacar também o aumento da participação de investidores institucionais de 17,20% em 2001 para 27,15% em 2008 e o crescimento de 20,5% em 2001 para 26,67% em 2008 da participação de pessoas físicas, que também

passaram a participar de clubes de investimentos, que facilitaram o acesso a investimentos em bolsa de maior número de investidores individuais e pequenos investidores.

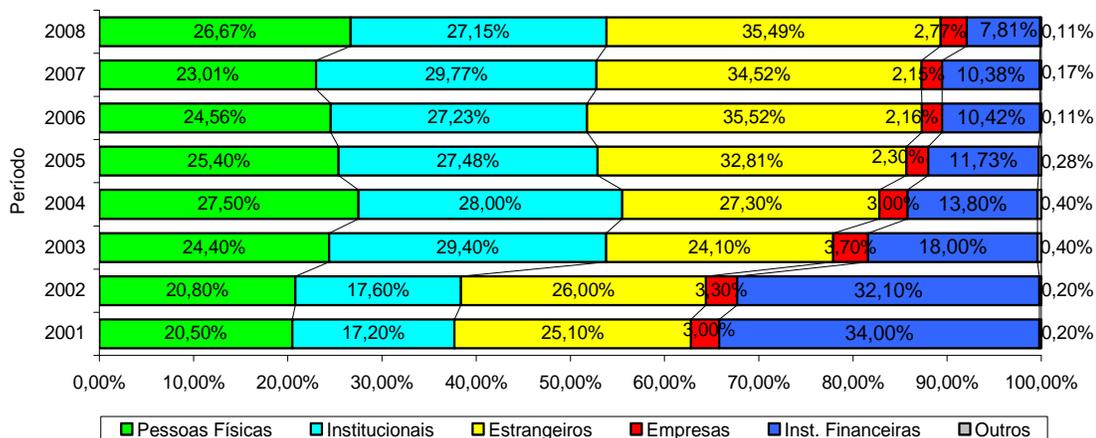
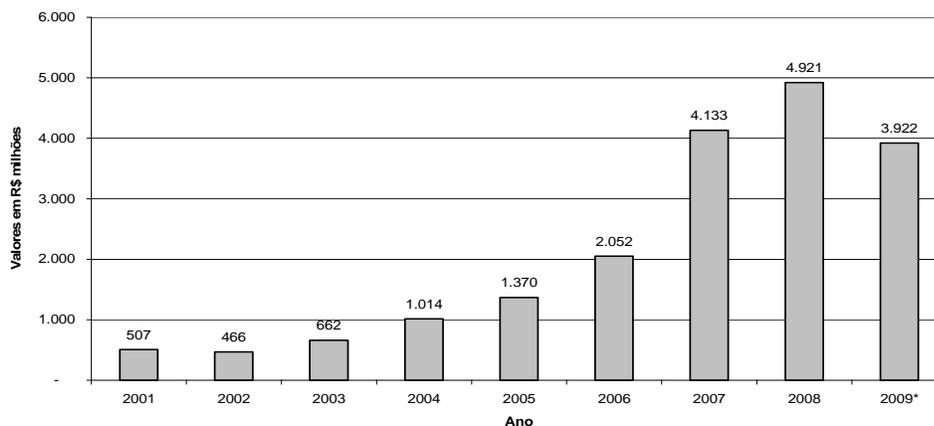


Gráfico 6 - Participação dos Investidores no Volume Financeiro Total da BM&FBOVESPA
Fonte: BM&FBOVESPA (2009).

O aumento de emissões de ações e do interesse dos investidores, tanto estrangeiros quanto nacionais (pessoas físicas e institucionais), pelo mercado de capitais teve reflexo direto no volume médio diário negociado na BM&FBOVESPA, que, em 2001, era de cerca de R\$ 500 milhões diários e, em 2008, ultrapassou os R\$ 4,9 bilhões, conforme se pode observar no gráfico 7.



* Até 31 de março de 2009.

Gráfico 7 - Volume Médio Diário Negociado na BM&FBOVESPA
Fonte: BM&FBOVESPA (2009); Economática Assessoria Financeira (2009).

Outro dado que demonstra o bom momento vivido pelo mercado de capitais nacional é o gráfico do Ibovespa,³⁵ principal índice de ações da BM&FBOVESPA. O gráfico 8 demonstra que o índice partiu de 14 mil pontos em junho de 2001 para superar os 70 mil pontos em maio de 2008, o índice apresentou uma valorização de mais de 400% em 7 anos, contra uma variação de cerca de 202% da taxa Selic no mesmo período, conforme demonstra o gráfico 9. Se considerar a variação a partir de 2002, levando em conta o *stress* vivenciado pelo mercado devido ao processo de eleições presidenciais no Brasil, o Ibovespa partiu de cerca de 8.600 pontos em setembro de 2002 para mais de 70 mil pontos em maio de 2008, com uma variação superior a 700%, contra uma variação de 144,4% da taxa Selic, conforme se pode ver no gráfico 10. Observa-se, dessa forma, que a bolsa se valorizou em patamares muito superiores aos investimentos em renda fixa no mesmo período.

Se considerar que o Brasil teve historicamente taxas de juros elevadas e que os investidores destinaram boa parte de seus recursos para investimentos em renda variável (ações) isso é de grande relevância para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

A bolsa somente caiu a partir de junho de 2008 devido à crise iniciada pelas hipotecas *subprime* nos Estados Unidos. Mas foi um fenômeno internacional que afetou a liquidez do sistema mundial, fato que não está em evidência neste estudo.

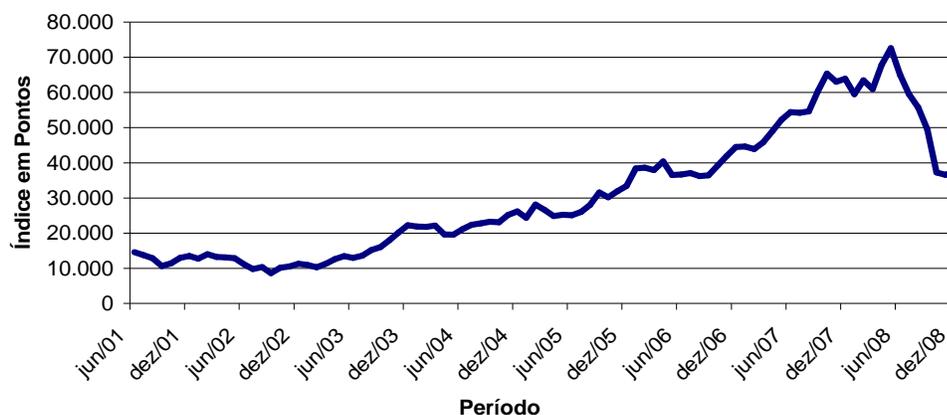


Gráfico 8 - Ibovespa – Fechamento

Fonte: BM&FBOVESPA (2009), Economática (2009), Banco Central do Brasil (2009).

³⁵ O Ibovespa é o Principal índice de ações da Bolsa de Valores brasileira BM&FBOVESPA, é formado por uma carteira teórica composta pelas ações que, em conjunto, representam 80% do volume transacionado a vista nos doze meses anteriores à formação da carteira. Como critério adicional, exige-se que a ação apresente, no mínimo, 80% de presença nos pregões do período. (BM&FBOVESPA).

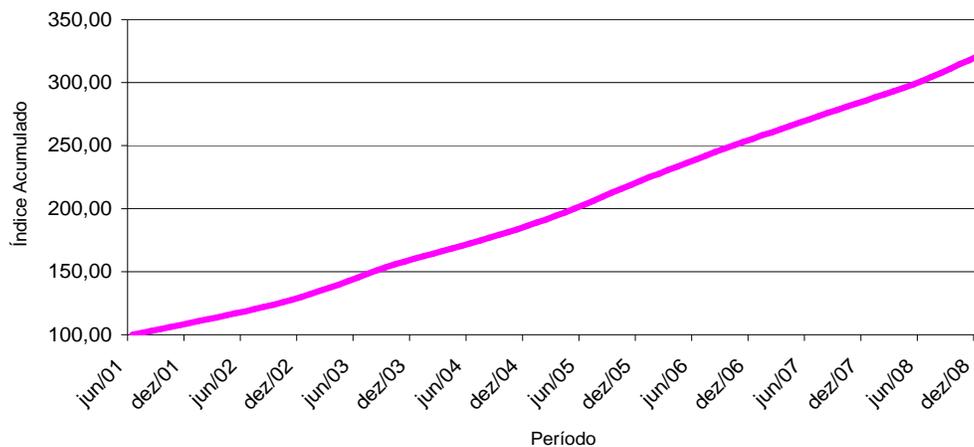


Gráfico 9 - Selic Acumulada de Junho de 2001 a Dezembro 2008 – Base 100 junho 2001
 Fonte: Banco Central do Brasil (2009), Andima (2009).

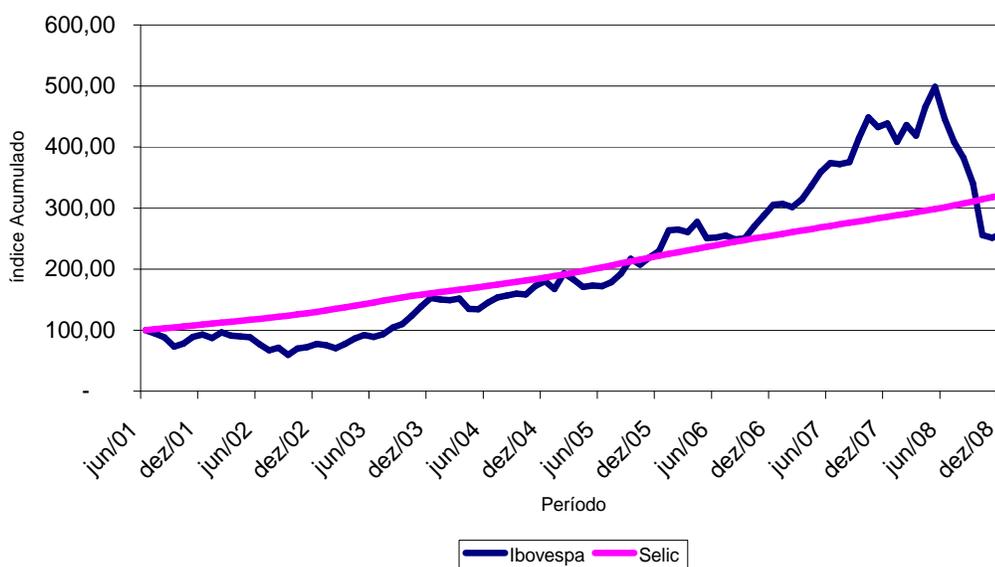


Gráfico 10 - Ibovespa Acumulado X Selic Acumulado - Base 100 junho 2001
 Fonte: BM&FBOVESPA (2009), Econômica Assessoria Financeira (2009), Banco Central do Brasil (2009), Andima (2009).

O gráfico 10 demonstra a comparação do fator acumulado do Ibovespa com a taxa Selic, mensalmente, desde junho de 2001. Observa-se que, até 2005, a taxa Selic foi superior à valorização do índice de ações; naquele período as taxas de juros no Brasil eram mais elevadas. Porém, a partir de 2006 até maio de 2008 houve uma valorização do índice de ações significativamente superior à taxa de juros Selic. Se comparar a valorização de 2001 até maio

2008, período de pico histórico do Ibovespa, a bolsa se valorizou 399% contra 198% da taxa Selic.

Entretanto, com a crise internacional liderada pelos problemas ocasionados pelas hipotecas *subprime* nos Estados Unidos, a partir do segundo semestre de 2008 houve queda acentuada das bolsas de valores em todo o mundo, e a bolsa brasileira também sofreu fortemente os impactos, haja vista a globalização dos mercados financeiros. Mas é relevante ressaltar que o mercado de capitais brasileiro passou por um período de mudança de patamar, com amadurecimento, melhora na liquidez e volumes negociados nos mercados primário e secundário, que atraiu os investidores e permitiu o financiamento de boa parte de empresas através do mercado de ações.

Outro dado que merece destaque é a capitalização do mercado medido pelo valor de mercado das companhias com ações cotadas na BM&FBOVESPA, Tabela 4, que, em 2001, era de 33% do PIB, em 2007, ultrapassou 95% do PIB, representando R\$ 2,47 trilhões. As empresas listadas em bolsa foram se valorizando gradativamente, principalmente a partir de 2002, e chegaram a valer quase o mesmo que o PIB brasileiro em 2007. Isso foi viabilizado, entre outros fatores, pela elevada liquidez internacional, o cenário econômico interno e externo propício, a adoção de padrões de Governança Corporativa, o crescimento de volume negociado em bolsa e a evolução que o mercado de capitais brasileiro vivenciou ao longo da década de 2000.

Tabela 4
Valor de Mercado das Empresas da BM&FBOVESPA em Relação ao PIB

Ano	Valor de Mercado Empresas da BM&FBOVESPA - R\$	PIB Brasil - R\$	Empresas/PIB %
2001	430.302.400.000,00	1.302.136.000.000,00	33,05%
2002	438.278.000.000,00	1.477.822.000.000,00	29,66%
2003	676.705.000.000,00	1.699.948.000.000,00	39,81%
2004	904.942.000.000,00	1.941.498.000.000,00	46,61%
2005	1.128.491.000.000,00	2.147.239.000.000,00	52,56%
2006	1.544.949.000.000,00	2.369.797.000.000,00	65,19%
2007	2.477.555.000.000,00	2.597.611.423.917,74	95,38%
2008	1.375.272.000.000,00	2.889.718.577.034,63	47,59%

Fonte: BM&FBOVESPA (2009), Banco Central do Brasil (2009), IBGE (2009), Ipeadata (2009).

Os dados da tabela 4 evidenciam o bom momento vivenciado pelo mercado de capitais brasileiro e destacam que os avanços obtidos foram fundamentais para o processo de

consolidação de um mercado sério e que se insere de forma definitiva no mercado financeiro mundial. Rocca (2008).

4.2 O NOVO MERCADO E OS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BM&FBOVESPA E SUAS CONTRIBUIÇÕES PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Quando se fala em Novo Mercado, normalmente associa-se aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA devido ao fato de que eles foram concebidos em um mesmo contexto. As empresas foram aderindo gradativamente aos respectivos níveis a partir de junho de 2001, quando da implementação.

Conforme observado no item anterior, nos últimos anos os indicadores do mercado de capitais brasileiro apresentaram desempenhos extremamente positivos. Houve aumento significativo de emissões primárias de ações e títulos de dívidas (especialmente debêntures), o mercado secundário tornou-se mais atrativo, com maior liquidez, maior volume negociado e houve forte valorização das empresas no mercado, especialmente até meados de 2008.

Rocca (2008) destaca a capitalização no mercado, conforme demonstrado através do gráfico 8, a forte alta do Ibovespa que saiu de menos de 10.000 pontos em 2002 para mais de 70.000 pontos em maio de 2008, impulsionada pela valorização das ações e também pelo aumento do número de empresas que abriram seu capital. O autor reforça seu argumento destacando que as ações das empresas negociadas no Ibovespa atingiram valor de mercado superior a 95% do PIB em dezembro de 2007, conforme também verificamos na Tabela 4.

É relevante destacar que houve aumento considerável do número de companhias dos três níveis do Novo Mercado,³⁶ conforme dados da Tabela 5. É significativo o crescimento do número de empresas enquadradas no nível mais elevado de Governança Corporativa. Em 2002 o Novo Mercado contava com 2 empresas em 2005 eram 18. A partir de 2006, quando houve maior quantidade de emissões de ações, principalmente de novas companhias que buscaram o mercado de capitais para captar recursos, é que o crescimento foi mais expressivo,

³⁶ Rocca (2008) considera o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado da Bolsa como Novo Mercado, o autor entende que ao aderir a um dos três níveis as companhias estão adotando práticas diferenciadas de Governança Corporativa e já fazem parte de um grupo diferenciado de empresas listadas em bolsa. Entretanto, ao longo do trabalho, sempre que possível, abordamos os três níveis separados porque o Novo Mercado é o nível mais exigente quanto a adoção de práticas de Governança Corporativa.

e o Novo Mercado já contava com 99 empresas no final de 2008. No Nível 1 o crescimento foi de 15 empresas em 2001 para 43 em 2008, e o Nível 2 contava com 18 empresas ao final de 2008, totalizando 160 companhias, 36% do total de empresas listadas na bolsa brasileira.

Tabela 5
Número de Empresas Listadas na BM&FBOVESPA
Por Nível de Governança e Total da Bolsa - Posição Dezembro de Cada Ano

Ano	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Segmento Tradicional	Total Bovespa
2001	15	-	-	453	468
2002	24	3	2	407	436
2003	31	3	2	374	410
2004	33	7	7	343	390
2005	35	12	18	316	381
2006	37	14	43	300	394
2007	44	20	92	293	449
2008	43	18	99	279	439

Fonte: BM&FBOVESPA (2009), Acionista (2001), (2002), (2002), (2003), (2004), (2005), (2006), (2007), (2008).

Durante o período de adesão das companhias aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, as empresas já listadas em bolsa foram migrando inicialmente para o Nível 1, por ser o grau de menor exigência de governança entre os três níveis. Em menor quantidade aderiram ao Nível 2, que é muito próximo do Novo Mercado, mas ainda podem ser listadas ações preferenciais. As empresas ingressaram mais massivamente ao Novo Mercado a partir de 2005, com destaque para o ano de 2007 que coincide com o melhor momento de ofertas públicas de ações, e o ano de 2008 encerrou com 99 empresas no segmento de maior exigência de práticas de Governança Corporativa.

Grande parte das companhias que realizaram abertura de capital ingressou no mercado de capitais apenas com ações ordinárias, atendendo às exigências do Novo Mercado, com maior proporção de *free float* de suas ações e com *tag along* de 100%, fato que traz mudanças significativas ao mercado de capitais brasileiro. Houve também casos de companhias do segmento tradicional da bolsa ou de outros níveis que migraram para o Novo Mercado com a intenção de sinalizar aos investidores e ao mercado que estavam adotando boas práticas de governança.

O valor de mercado das empresas negociadas que pertencem ao Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, representado pela capitalização do Índice de Governança Corporativa – IGC,

³⁷ do qual fazem parte as empresas que ingressam em um dos três níveis que, em 2002 representavam 21% do valor de mercado do total das empresas negociadas na BM&FBOVESPA, em 2008 chegaram a 60% do valor de mercado da bolsa (Tabela 6). Com isso, observa-se que houve crescimento do Novo Mercado, tanto em quantidade de empresas, quanto na valorização das mesmas em bolsa.

Tabela 6
Capitalização do Mercado das Empresas do Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado
Valor de Mercado das Empresas do IGC - Índice de Ações com
Governança Corporativa Diferenciada - em Relação à BM&FBOVESPA

Ano	Valor de Mercado Empresas do IGC - R\$	Valor de Mercado Empresas da BM&FBOVESPA - R\$	IGC/BM&FBOVESPA Part. %
2001	72.937.669.786,77	430.302.400.000,00	17%
2002	93.194.624.901,14	438.278.000.000,00	21%
2003	229.714.912.431,50	676.705.000.000,00	34%
2004	345.633.990.661,94	904.942.000.000,00	38%
2005	530.077.331.262,85	1.128.491.000.000,00	47%
2006	893.082.094.226,52	1.544.949.000.000,00	58%
2007	1.397.016.075.332,83	2.477.555.000.000,00	56%
2008	820.685.689.198,93	1.375.272.000.000,00	60%

Fonte: BM&FBOVESPA (2009), Banco Central do Brasil (2009).

Após vários anos com poucas emissões primárias de ações e de novas aberturas de capital, a redução dos custos de capital, aliada à valorização das ações, a entrada de investidores estrangeiros e as melhores condições macroeconômicas domésticas impulsionaram o aumento das emissões, principalmente a partir de 2004, chegando a 103 registros de ofertas na CVM em 2007, como mostra o gráfico 3. A captação de recursos superou os R\$ 67 bilhões naquele ano, conforme se observa na tabela 2 e no gráfico 4. E o mais importante é que as empresas que aderiram aos níveis com maior exigência de governança tiveram significativa valorização no mercado (Tabela 6).

Para Rocca (2008), isso evidencia que, ao mesmo tempo em que companhias buscaram o mercado para captar recursos de capital próprio e de dívida para financiar planos de expansão, consolidação setorial e internacionalização, dezenas de empresas aproveitaram o momento oportuno e realizaram ofertas iniciais de ações (IPOs). Em muitos casos, essas

³⁷ O Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada - IGC é formado de uma carteira composta por ações das companhias listadas nos segmentos especiais da BM&FBOVESPA que adotam práticas diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. (BM&FBOVESPA).

operações concluem um período bem-sucedido de consolidação e crescimento promovido por fundos de investimento e participações em *private equity* e *venture capital*.³⁸

O Novo Mercado da BM&FBOVESPA, conforme abordado, criou níveis diferenciados de Governança Corporativa, aos quais as empresas podem aderir livremente, estabelecendo requisitos que promovem o tratamento equitativo e o aumento de proteção aos acionistas minoritários, conforme o nível de governança em que a empresa se enquadre, inclusive nos critérios de preenchimento de cargos nos Conselhos de Administração e Fiscal.

A proteção ao investidor, a criação e o aperfeiçoamento de instrumentos e veículos do mercado de capitais tiveram considerável avanço nos últimos anos. Medidas adotadas por órgãos reguladores e iniciativas de autorregulação, como se destacou no capítulo anterior, têm gerado impactos favoráveis sobre os padrões de transparência e preservação de condições de competição, além de aplicação de normas de caráter prudencial. O resultado dessas ações é o aumento da funcionalidade do mercado de capitais, associada à redução de “assimetria de informação” que contribui para a melhor avaliação de riscos, a limitação da ação de *insiders* e o aperfeiçoamento de condições competitivas. Rocca (2008).

Rocca (2008) ressalta que, desde meados dos anos 1980, havia uma tendência de redução do número de empresas listadas na BM&FBOVESPA. Esse movimento mostra um sinal de reversão, principalmente a partir de 2004, com destaque para os anos de 2006 e 2007, com um grande número de novas companhias que, ao abrir capital, optaram por se enquadrar nos Níveis mais elevados de Governança Corporativa e sinalizar ao mercado de capitais que estão comprometidas com práticas responsáveis de gestão.

Nas Tabelas 7, 8 e 9 a seguir, estão demonstradas as empresas listadas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado da bolsa, respectivamente, com a data de adesão em cada nível e a cotação de início de negociação (emissão), para calcular a valorização das ações desde o ingresso aos níveis diferenciados de Governança Corporativa até maio e dezembro de 2008. Foi utilizado esse período, maio de 2008, devido ao momento em que a bolsa de valores no Brasil viveu o seu pico histórico de valorização, com o Ibovespa em 73 mil pontos. Após

³⁸ Investimentos em *private equity* são aqueles em empresas fechadas (*private*) e são realizados por investidores (fundos de investimentos) no capital (*equity*) de companhias em diferentes setores de atividade econômica, dispostos a auferirem atraentes taxas de retorno. Esses investimentos, ao mesmo tempo em que buscam oportunidades atraentes de alocação, são importantes alternativas de financiamento para o crescimento das empresas, principalmente em economias emergentes. As empresas de *venture capital* são entidades criadas para efetuarem investimentos em capital de risco. Costumam direcionar seus recursos em projetos de longo prazo, no desenvolvimento de produtos inovadores e no *start-up* de empresas. Essas empresas atuam como fundos de investimento e o seu *funding* provém mais intensamente de investidores privados, fundos de pensão, instituições financeiras e grandes corporações. Os investimentos em *venture capital* diferem dos de *private equity* principalmente por direcionarem seus recursos em empresas nascentes, que se encontram nas primeiras fases de seu crescimento e que mostram boas perspectivas de ganhos. (ASSAF NETO, 2008, p. 191-193).

calculou-se até dezembro de 2008, para fechar a análise dos dados em períodos anuais. Na posição das tabelas constam as empresas listadas em seus respectivos níveis em dezembro de 2008.

O principal ponto a destacar no comportamento das ações é que a grande maioria das companhias que aderiram aos níveis diferenciados de Governança Corporativa teve valorização expressiva, principalmente até maio de 2008. Em alguns casos, o retorno foi positivo, mesmo considerando a queda da bolsa de valores no segundo semestre de 2008, devido à crise financeira internacional. Entretanto, como foi demonstrado através da Tabela 6, o valor de mercado dessas companhias atingiu cerca de 60% do valor das empresas negociadas na BM&FBOVESPA, fato que é bastante significativo para o processo de consolidação e desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

Vale ressaltar que o período de adesão aos níveis diferenciados de governança é diferente para cada empresa devido ao fato das adesões terem ocorrido gradativamente, por isso a valorização das ações varia para cada companhia. Todavia, é importante ressaltar o crescimento da quantidade de empresas que ingressaram nos segmentos especiais e a destacada valorização que as mesmas tiveram por fazer parte de um grupo seleto de companhias, que passaram a ser referência e uma excelente opção para a alocação de recursos por parte dos investidores. Outro ponto a destacar é que, nos valores das cotações das tabelas, estão contemplados todos os tipos de proventos (dividendos, juros sobre capital, etc.) e outros eventos societários que, por ventura, tenham influenciado nas cotações.

Tabela 7
Empresas Listadas no Nível 1 da BM&FBOVESPA

	Empresas Listadas	Tipo Ação	Código	Data Adesão	Cotação de Emissão - em R\$	Cotação em R\$ - Maio 2008	Var. Acumulada do Ingresso até Maio 2008 - em %	Cotação em R\$ - Dez. 2008	Var. Acumulada do Ingresso até Dez. 2008 - em %
1	Aracruz Celulose S.A.	PNB	ARCZ6	16/04/2002	3,70	14,46	290,81%	2,49	-32,70%
2	Banco Bradesco S.A.	PN	BBDC4	26/06/2001	4,78	39,10	717,99%	22,59	372,59%
3	Banco Cruzeiro do Sul S.A.	PN	CZRS4	26/06/2007	13,96	8,95	-35,89%	5,00	-64,18%
4	Banco Daycoval S.A.	PN	DAYC4	29/06/2007	16,83	14,27	-15,21%	5,30	-68,51%
5	Banco Estado do Rio Grande do Sul S.A. - Banrisul	UNIT	BRSR11	31/07/2007	11,35	11,98	5,55%	5,60	-50,66%
6	Banco Industrial e Comercial S.A. - Bicbanco	Unit	BICB4	15/10/2007	12,22	10,38	-15,06%	2,83	-76,84%
7	Banco Indusval S.A.	UNIT	IDVL11	12/07/2007	17,28	15,51	-10,24%	3,99	-76,91%
8	Banco Panamericano S.A.	PN	BPNM4	19/11/2007	9,78	10,09	3,17%	2,49	-74,54%
9	Banco Pine S.A.	PN	PINE4	2/04/2007	17,63	12,72	-27,85%	3,35	-81,00%
10	Bradespar S.A.	PN	BRAP4	26/06/2001	4,78	48,80	920,92%	19,18	301,26%
11	Brasil Telecom Participações S.A.	PN	BRT4	9/05/2002	10,74	26,85	150,00%	17,41	62,10%
12	Brasil Telecom S.A.	PN	BRTO4	9/05/2002	7,81	19,87	154,42%	13,64	74,65%
13	Braskem S.A.	PNA	BRKM5	13/02/2003	1,73	13,24	665,32%	5,55	220,81%
14	Centrais Elet.Brás.S.A. - Eletrobrás	PNB	ELET6	29/09/2006	19,91	27,00	35,61%	24,18	21,45%
15	CESP - Cia. Energética de São Paulo	ON	CESP3	28/07/2006	17,98	24,90	38,49%	10,80	-39,93%
16	Cia. Brasileira de Distribuição P.Açúcar - CBD	PN	PCAR4	29/04/2003	20,63	38,94	88,75%	31,00	50,27%
17	Cia Energética de Minas Gerais - CEMIG	PN	CMIG4	17/10/2001	4,97	38,03	665,19%	31,77	539,24%
18	Cia Fiação Tecidos Cedro Cachoeira	PN	CEDO4	2/10/2003	38,11	34,95	-8,29%	42,99	12,81%
19	Cia Paranaense de Energia - COPEL	PNB	CPL6	7/05/2008	27,90	30,24	8,39%	24,00	-13,98%
20	Cia Vale do Rio Doce	PNA	VALE5	12/12/2003	10,12	54,36	437,15%	23,89	136,07%
21	Confab Industrial S.A.	PN	CNFB4	19/12/2003	1,35	6,80	403,70%	3,75	177,78%
22	CTEEP - Cia Transm. Energia Elétrica Paulista	PN	TRPL4	18/09/2002	2,83	46,31	1536,40%	42,00	1384,10%
23	Duratex S.A.	PN	DURA4	5/05/2005	11,01	37,00	236,06%	14,39	30,70%
24	Fábrica de Alimentos Vigor	PN	VGOR4	4/10/2001	198,64	2,97	1395,17%	5,69	2764,48%
25	Fras-le S.A.	PN	FRAS4	11/11/2004	6,77	5,54	-18,17%	2,32	-65,73%
26	Gerdau S.A.	PN	GGBR4	26/06/2001	0,97	40,94	4120,62%	15,06	1452,58%
27	Itaú Banco Múltiplo S.A.	PN	ITAU4	26/06/2001	5,91	40,32	582,23%	26,01	340,10%
28	Itausa Investimentos Itau S.A.	PN	ITSA4	26/06/2001	1,19	11,73	885,71%	7,96	568,91%
29	Klabin S.A.	PN	KLBN4	10/12/2002	0,71	6,43	805,63%	3,31	366,20%
30	Mangels Industrial S.A.	PN	MGEL4	21/03/2003	0,95	16,78	1666,32%	5,00	426,32%
31	Metalúrgica Gerdau S.A.	PN	GOAU4	25/06/2003	2,73	56,50	1969,60%	20,14	637,73%
32	Paraná Banco S.A.	UNIT	PRBC11	14/06/2007	12,72	10,05	-20,99%	2,50	-80,35%
33	Parapanema S.A.	PN	PMAM4	3/12/2007	11,95	7,01	-41,34%	2,60	-78,24%
34	Randon S.A.	PN	RAPT4	26/06/2001	0,34	17,87	5155,88%	6,27	1744,12%
35	Sadia S.A.	PN	SDIA4	26/06/2001	0,73	13,72	1779,45%	3,75	413,70%
36	São Paulo Alpargatas S.A.	PN	ALPA4	15/07/2003	12,25	125,50	924,49%	47,00	283,67%
37	Suzano Papel e Celulose S.A.	PNA	SUZB5	8/05/2003	12,04	30,00	149,17%	12,09	0,42%
38	Ultrapar Participações S.A.	PN	UGPA4	27/10/2005	31,14	65,00	108,73%	50,82	63,20%
39	Unibanco - União de Bancos Brasileiros	PN	UBBR4	26/06/2001	1,78	10,95	515,17%	7,97	347,75%
40	Unibanco Holding	ON	UBBR11	26/06/2001	4,03	25,35	529,03%	14,79	267,00%
41	Unipar União de Ind. Petroq. S.A.	PNB	UNIP6	24/11/2004	2,49	1,74	-30,12%	0,66	-73,49%
42	Usinas Sid. de Minas Gerais S.A. - Usiminas	PNA	USIM5	11/10/2007	58,69	87,50	49,09%	26,52	-54,81%
43	Votorantim Celulose e Papel S.A. - V C P	PN	VCPA4	14/11/2001	13,11	54,99	319,45%	17,93	36,77%

Fonte: BM&FBOVESPA (2009), Acionista (2001), (2002), (2002), (2003), (2004), (2005), (2006), (2007), (2008).

Obs.: A empresa Vigor em 2006 (24) alterou o lote de negociação (lote 1.000) para valor por ação, para calcular a variação acumulada até maio e dez/2008, foi multiplicada a cotação por 1.000.

Tabela 8
Empresas Listadas no Nível 2 da BM&FBOVESPA

Empresas Listadas	Tipo Ação	Código	Data Adesão	Cotação de Emissão - em R\$	Cotação em R\$ - Maio 2008	Var. Acumulada até Maio 2008 %	Cotação em R\$ - Dez. 2008	Var. Acumulada até Dez. 2008 %
1 ALL América Latina Logística S.A.	PN	ALLL4	25/06/2004	7,25	24,23	234,21%	10	37,93%
2 Anhanguera Educacional Particip. S.A	Unit	AEDU11	12/03/2007	21,85	28,90	32,27%	12,11	-44,58%
3 Banco ABC Brasil S.A.	UNIT	ABCB11	25/07/2007	12,07	9,43	-21,87%	5,06	-58,08%
4 Banco Sofisa S.A.	PN	SFSA4	2/05/2007	13,29	9,99	-24,83%	3,6	-72,91%
5 Centrais Elét. de Santa Catarina S.A. - CELESC	PNB	CLSC6	26/06/2002	9,27	47,50	412,41%	34,9	276,48%
6 Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A.	PN	ELPL4	13/12/2004	14,66	32,45	121,35%	25,5	73,94%
7 Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	PN	GOLL4	24/06/2004	26,14	25,22	-3,52%	9,91	-62,09%
8 Kroton Educacional S.A.	UNIT	KROT11	23/07/2007	44,18	33,00	-25,31%	12,45	-71,82%
9 Marcopolo S.A.	PN	POMO4	3/09/2002	1,30	7,69	491,54%	3,17	143,85%
10 Multiplan - Empreend. Imobiliários S.A.	ON	MULT3	27/07/2007	24,00	19,50	-18,75%	12,31	-48,71%
11 Net Serviços de Comunicação S.A.	PN	PLIM4	27/06/2002	17,63	23,46	33,07%	13,29	-24,62%
12 Santos Brasil Participações S.A.	UNT	STBR11	13/10/2006	24,41	28,00	14,71%	23,4	-4,14%
13 Saraiva S.A. Livreiros Editores	PN	SLED4	7/04/2006	22,67	32,40	42,92%	16,64	-26,60%
14 SEB - Sistema Educacional Brasileiro S.A.	UNIT	SEBB11	18/10/2007	30,15	23,90	-20,73%	9,5	-68,49%
15 Sul América S.A.	UNIT	SULA11	5/10/2007	29,80	32,70	9,73%	16	-46,31%
16 TAM S.A.	PN	TAMM4	14/06/2005	17,40	35,25	102,59%	19,09	9,71%
17 Terna Participações S.A.	UNIT	TRNA11.	27/10/2006	20,27	31,00	52,94%	21,99	8,49%
18 Universo Online S.A. - UOL	PN	UOLL4	16/12/2005	20,98	9,30	-55,67%	7,3	-65,20%

Fonte: BM&FBOVESPA (2009), Acionista (2001), (2002), (2002), (2003), (2004), (2005), (2006), (2007), (2008).

Tabela 9
Empresas Listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA

	Empresas Listadas	Tipo Ação	Código	Data Adesão	Cotação de Emissão - em R\$	Cotação em R\$ - Maio 2008	Var. Acumulada até Maio 2008 %	Cotação em R\$ - Dez. 2008	Var. Acumulada até Dez. 2008 %
1	Abyara Planejamento Imobiliário S.A.	ON	ABYA3	27/07/2006	8,26	19,00	130,02%	1,51	-81,72%
2	Açúcar Guarani S.A.	ON	ACGU3	23/07/2007	13,10	10,20	-22,14%	2,10	-83,97%
3	Agra Empreend. Imobiliários S.A. - Agra Incorp.	ON	AGIN3	25/04/2007	9,05	7,80	-13,81%	1,80	-80,11%
4	American Banknote S.A. - ABNOTE	ON	ABNB3	27/04/2006	16,73	17,80	6,40%	10,65	-36,34%
5	Amil Participações S.A.	ON	AMIL3	29/10/2007	16,22	13,25	-18,31%	7,20	-55,61%
6	B2W - Cia. Global do Varejo	ON	BTOW3	8/08/2007	18,68	70,43	277,03%	23,80	27,41%
7	Banco do Brasil S.A.	ON	BBAS3	28/06/2006	14,24	32,37	127,32%	14,68	3,09%
8	Banco Nossa Caixa S.A.	ON	BNCA3	28/10/2005	31,77	39,29	23,67%	68,20	114,67%
9	Bematech S.A.	ON	BEMA3	19/04/2007	16,81	9,35	-44,38%	5,71	-66,03%
10	BMF Bovespa S.A.	ON	BVMF3	20/08/2008	11,01	-	-100,00%	5,95	-45,96%
11	BR Malls Participações S.A.	ON	BRML3	5/04/2007	15,80	19,40	22,78%	9,10	-42,41%
12	Brascan Residential Properties S.A.	ON	BISA3	23/10/2006	16,57	9,12	-44,96%	2,47	-85,09%
13	Brasil Brokers Participações S.A.	ON	BBRK3	29/10/2007	10,80	16,60	53,70%	1,65	-84,72%
14	Brasil Ecodiesel Ind. Com. Bio. Ol. Veg. S.A.	ON	ECOD3	22/11/2006	11,90	5,86	-50,76%	0,60	-94,96%
15	Braslagro - Cia. Bras. de Propr. Agrícolas	ON	AGRO3	2/05/2006	11,00	12,79	16,27%	6,89	-37,36%
16	Camargo Correa Desenv. Imobiliário S.A.	ON	CCIM3	31/01/2007	14,16	10,00	-29,38%	2,45	-82,70%
17	Cia. Concessões Rodoviárias - CCR Rodovias	ON	CCRO3	1/02/2002	3,42	32,71	856,43%	23,63	590,94%
18	Cia. Hering	ON	HGTX3	16/05/2007	2,46	11,00	347,15%	7,94	222,76%
19	Cia Providencia Ind. e Com.	ON	PRV3	27/07/2007	14,97	5,70	-61,92%	3,30	-77,96%
20	Cia Saneamento Básico Est. São Paulo - SABESP	ON	SBSP3	24/04/2002	13,72	45,95	234,91%	27,76	102,33%
21	Cia Saneamento de Minas Gerais - COPASA	ON	CSMG3	8/02/2006	23,07	29,90	29,61%	18,81	-18,47%
22	Construtora Tenda S.A.	ON	TEND3	15/10/2007	9,00	12,80	42,22%	1,16	-87,11%
23	Cosan S.A. - Indústria e Comércio	ON	CSAN3	18/11/2005	18,51	25,60	38,30%	11,24	-39,28%
24	CPFL Energia S.A.	ON	CPFE3	29/09/2004	13,11	38,19	191,30%	30,15	129,98%
25	CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A.	ON	CRDE3	23/04/2007	18,99	12,80	-32,60%	3,30	-82,62%
26	Cremer S.A.	ON	CREM3	30/04/2007	17,30	16,00	-7,51%	9,40	-45,66%
27	CSU Cardsystem S.A.	ON	CARD3	2/05/2006	17,50	4,90	-72,00%	2,30	-86,86%
28	Cyrela Brazil Realty S.A.	ON	CYRE3	22/09/2005	7,61	27,28	258,48%	9,20	20,89%
29	Cyrela Comercial Propert S.A.	ON	CCPR3	9/08/2007	11,53	11,20	-2,86%	6,02	-47,79%
30	Diagnósticos da América S.A.	ON	DASA3	19/11/2004	23,83	43,50	82,54%	22,48	-5,67%
31	Drogasil S.A.	ON	DROG3	3/07/2007	17,23	15,03	-12,77%	10,00	-41,96%
32	EDP - Energias do Brasil S.A.	ON	EDBR3	13/07/2005	20,01	31,70	58,42%	21,87	9,30%
33	Embraer - Empresa Bras. de Aeronáutica S.A.	ON	EMBR3	5/06/2006	18,05	15,18	-15,90%	8,81	-51,19%
34	Equatorial Energia S.A.	ON	EQTL3	3/04/2006	16,96	16,69	-1,59%	10,02	-40,92%
35	Estácio Participações S.A.	ON	ESTC3	30/07/2007	22,26	25,90	16,35%	12,50	-43,85%
36	Etermit S.A.	ON	ETER3	2/03/2005	2,78	9,58	244,60%	5,11	83,81%
37	Even Construtora e Incorporadora S.A.	ON	EVEN3	2/04/2007	11,05	11,79	6,70%	2,90	-73,76%
38	EZTEC Empreend. e Participações S.A.	ON	EZTC3	22/06/2007	10,33	5,38	-47,92%	2,35	-77,25%
39	Fertilizantes Heringer S.A.	ON	FHER3	12/04/2007	17,67	23,49	32,94%	3,56	-79,85%
40	Gafisa S.A.	ON	GFSA3	16/02/2006	23,73	36,35	53,18%	10,49	-55,79%
41	General Shopping do Brasil S.A.	ON	GSHP3	30/07/2007	14,00	12,70	-9,29%	2,27	-83,79%
42	Grendene S.A.	ON	GRDN3	29/10/2004	28,52	17,78	-37,66%	12,70	-55,47%
43	GVT Holding S.A.	ON	GVTT3	16/02/2007	22,90	38,83	69,56%	25,37	10,79%
44	Helbor Empreendimentos S.A.	ON	HBOR3	29/10/2007	10,97	9,90	-9,75%	2,77	-74,75%
45	Hypermarcas S.A.	ON	HYPE3	18/04/2008	16,70	21,99	31,68%	13,32	-20,24%
46	Ideiasnet S.A.	ON	IDNT3	15/01/2008	7,46	7,70	3,22%	2,39	-67,96%
47	Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.	ON	IGTA3	7/02/2007	32,25	23,20	-28,06%	13,00	-59,69%
48	Indústrias Romi S.A.	ON	ROMI3	23/03/2007	20,01	18,92	-5,45%	7,60	-62,02%
49	Inpar S.A.	ON	INPR3	6/06/2007	17,86	10,66	-40,31%	1,65	-90,76%
50	Invest Tur Brasil - Desenv. Imob. Tur. S.A.	ON	IVTT3	16/07/2007	1.049,99	834,99	-20,48%	494,99	-52,86%
51	Iochepe Maxion S.A.	ON	MYPK3	10/11/2005	16,65	32,91	97,66%	8,75	-47,45%
52	JBS S.A.	ON	JBSS3	29/03/2007	6,84	9,90	44,74%	4,93	-27,92%
53	JHSF Participações S.A.	ON	JHSF3	12/04/2007	8,26	9,07	9,81%	1,65	-80,02%

Tabela 9 - Continuação
Empresas Listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA

	Empresas Listadas	Tipo Ação	Código	Data Adesão	Cotação de Emissão - em R\$	Cotação em R\$ - Maio 2008	Var. Acumulada até Maio 2008 %	Cotação em R\$ - Dez. 2008	Var. Acumulada até Dez. 2008 %
54	Klabin Segal S.A.	ON	KSSA3	9/10/2006	14,81	11,65	-21,34%	2,35	-84,13%
55	Le Lis Blanc Deux Com. Confec. Roupas S.A.	ON	LLIS3	29/04/2008	5,40	6,64	22,96%	3,50	-35,19%
56	Lught S.A.	ON	LIGH3	28/07/2005	20,72	25,16	21,43%	21,86	5,50%
57	LLX Logística S.A.	ON	LLXL3	28/07/2008	4,90	-	-100,00%	1,51	-69,18%
58	Localiza Rent a Car S.A.	ON	RENT3	23/05/2005	3,46	21,45	519,94%	7,10	105,20%
59	LOG-IN Logística Intermodal S.A.	ON	LOGN3	21/06/2007	16,09	11,69	-27,35%	5,05	-68,61%
60	Lojas Renner S.A.	ON	LREN3	1/07/2005	7,19	40,50	463,28%	15,67	117,94%
61	Lopes Brasil - Consultoria de Imóveis S.A.	ON	LPSB3	18/12/2006	22,56	32,29	43,13%	6,60	-70,74%
62	Lupatech S.A.	ON	LUPA3	15/05/2006	23,23	63,65	174,00%	23,41	0,77%
63	M. Dias Branco S.A. Ind. Com. de Alimentos	ON	MDIA3	18/10/2006	20,60	25,50	23,79%	19,79	-3,93%
64	Magnesita Refratários S.A.	ON	MAGG3	2/04/2008	11,64	23,68	103,44%	6,89	-40,81%
65	Marfrig Frigoríficos e Com. de Alimentos S.A.	ON	MRF3	29/06/2007	18,10	23,16	27,96%	7,50	-58,56%
66	Marisa S.A.	ON	MARI3	22/10/2007	10,22	5,80	-43,25%	3,20	-68,69%
67	Medial Saúde S.A.	ON	MEDI3	22/09/2006	22,05	18,55	-15,87%	7,50	-65,99%
68	Metalfrio Solutions S.A.	ON	FRI3	13/04/2007	20,44	21,89	7,09%	7,20	-64,77%
69	Minerva S.A.	ON	BEEF3	20/07/2007	18,96	11,25	-40,66%	1,85	-90,24%
70	MMX Mineração e Metais S.A.	ON	MMXM3	24/07/2006	10,18	55,99	450,00%	2,77	-72,79%
71	MPX Energia S.A.	ON	MPXE3	18/12/2007	979,69	1.014,99	3,60%	140,00	-85,71%
72	MRV Engenharia e Participações S.A.	ON	MRVE3	23/07/2007	30,92	39,50	27,75%	9,80	-68,31%
73	Natura Cosméticos S.A.	ON	NATU3	26/05/2004	7,19	18,80	161,47%	18,99	164,12%
74	Obrascon Huarte Lain Brasil S.A. - OHL Brasil	ON	OHLB3	15/07/2005	17,64	26,60	50,79%	12,57	-28,74%
75	Odontoprev S.A.	ON	ODPV3	1/12/2006	31,76	43,40	36,65%	23,00	-27,58%
76	OGX Petróleo e Gás Participações S.A.	ON	OGXP3	13/06/2008	1.225,00	-	-100,00%	526,01	-57,06%
77	PDG Realty S.A. Empreend. e Participações	ON	PDGR3	26/01/2007	13,88	26,89	93,73%	11,15	-19,67%
78	Perdigão S.A.	ON	PRGA3	26/06/2001	3,82	53,19	1292,41%	29,74	678,53%
79	Porto Seguro S.A.	ON	PSSA3	22/11/2004	5,69	19,20	237,43%	12,60	121,44%
80	Portobello S.A.	ON	PTBL3	30/04/2008	1,57	2,10	33,76%	1,03	-34,39%
81	Positivo Informática S.A.	ON	POSI3	11/12/2006	22,54	17,76	-21,21%	6,90	-69,39%
82	Profarma Distrib. Prod. Farmacêuticos S.A.	ON	PFRM3	26/10/2006	25,58	26,75	4,57%	5,30	-79,28%
83	Redecard S.A.	ON	RDCD3	13/07/2007	32,78	34,97	6,68%	25,70	-21,60%
84	Renar Macas S.A.	ON	RNAR3	28/02/2005	1,61	4,26	164,60%	2,50	55,28%
85	Rodobens Negócios Imobiliários S.A.	ON	RDN3	31/01/2007	22,50	24,45	8,67%	7,85	-65,11%
86	Rossi Residencial S.A.	ON	RSID3	5/02/2003	1,10	15,90	1345,45%	3,78	243,64%
87	São Carlos Empreend. e Participações S.A.	ON	SCAR3	14/12/2006	19,13	13,76	-28,07%	10,25	-46,42%
88	São Martinho S.A.	ON	SMT03	12/02/2007	23,47	24,50	4,39%	9,16	-60,97%
89	Satipel Industrial S.A.	ON	SATI3	21/09/2007	12,36	11,55	-6,55%	3,75	-69,66%
90	SLC Agrícola S.A.	ON	SLCE3	14/06/2007	14,16	31,50	122,46%	14,00	-1,13%
91	Springs Global Participações S.A.	ON	SGPS3	27/07/2007	19,30	15,00	-22,28%	3,73	-80,67%
92	Tecnisa S.A.	ON	TCSA3	1/02/2007	13,39	9,42	-29,65%	3,40	-74,61%
93	Tegma Gestão Logística S.A.	ON	TGMA3	3/07/2007	28,20	20,65	-26,77%	4,50	-84,04%
94	TEMPO PARTICIPACOES S.A. TEMPO PART	ON	TEMP3	19/12/2007	6,85	7,35	7,30%	2,65	-61,31%
95	Totvs S.A.	ON	TOTS3	9/03/2006	32,77	58,49	78,49%	36,99	12,88%
96	TPI - Triunfo Participações e Invest. S.A.	ON	TPI3	23/07/2007	9,50	6,18	-34,95%	1,00	-89,47%
97	Tractebel Energia S.A.	ON	TBLE3	16/11/2005	11,60	23,90	106,03%	18,55	59,91%
98	Trisul S.A.	ON	TRIS3	15/10/2007	11,01	8,80	-20,07%	2,50	-77,29%
99	Weg S.A.	PN	WEGE4	26/06/2001	1,49	20,13	1251,01%	12,50	738,93%

Fonte: BM&FBOVESPA (2009), Acionista (2001), (2002), (2002), (2003), (2004), (2005), (2006), (2007), (2008).

Segundo Rocca (2008), no passado muitas empresas se desligaram e nunca operaram de fato como companhias abertas ou entravam no mercado apenas para desfrutar de incentivos fiscais, quando havia. Mais recentemente, o processo de privatização realizado no Brasil levou ao fechamento de capital de muitas empresas adquiridas por grupos estrangeiros, cujas ações eram listadas em mercados internacionais. Porém, atualmente, o fator positivo é o de que esse movimento de reversão de tendência mais recente deve-se exclusivamente ao crescimento do número de companhias listadas nos Níveis de Governança da BM&FBOVESPA, especialmente o Novo Mercado, indicando uma tendência de troca da quantidade pela qualidade.

O autor aborda que, além de maiores participações societária e política de acionistas minoritários, recentemente reforçadas pela atuação pró-ativa de investidores institucionais, como fundos de pensão e fundos de investimento, da atuação de entidades independentes como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC e da crescente pressão da opinião pública, existem razões econômicas consideráveis para sustentar a tendência de elevação dos padrões de Governança.

Rocca (2008), Carvalho (2003), Vieira e Mendes (2004) destacam que existem indicações de que o mercado discrimina positivamente as companhias com melhores padrões de governança. Além de potenciais benefícios que se traduzem em rentabilidade e crescimento, melhor governança significa menor risco de expropriação de minoritários, informações amplas e confiáveis para melhor formulação de expectativas de retorno e avaliação de riscos, com impacto direto na taxa de retorno requerida pelos investidores nas ações da companhia. Adicionalmente, há fortes indícios de que os investidores reagem de maneira diferenciada a alguns sinalizadores de utilização de boas práticas de Governança Corporativa pelas empresas.

Vieira e Mendes (2004) realizaram estudo comparando os principais índices de Ações da BM&FBOVESPA (Ibovespa, IBrX-100, IBrX-50 e IGC) no período de 2001 a 2004 e concluíram que há uma clara tendência de que as empresas com práticas de boa governança tendem a superar a rentabilidade daquelas que optaram por não se adequar a tais critérios.

Pode-se observar a importância da utilização de boa governança, tanto para as empresas quanto para os investidores, através do gráfico 6, onde comparou-se a evolução do Índice de ações Ibovespa *versus* o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada

– IGC.³⁹ O melhor desempenho do IGC relativamente ao Ibovespa é uma evidência de maior valorização das empresas com boa governança. Partindo da base 100 em junho de 2001, quando o IGC foi criado, até dezembro de 2008, o IGC atinge 360 contra 260 do Ibovespa. Caso se comparar até maio de 2008, período de maior valorização da bolsa antes do início da crise financeira internacional, o IGC vai a 710 *versus* 490 do Ibovespa, o que demonstra uma superioridade importante na valorização das ações que compõem o IGC no período.

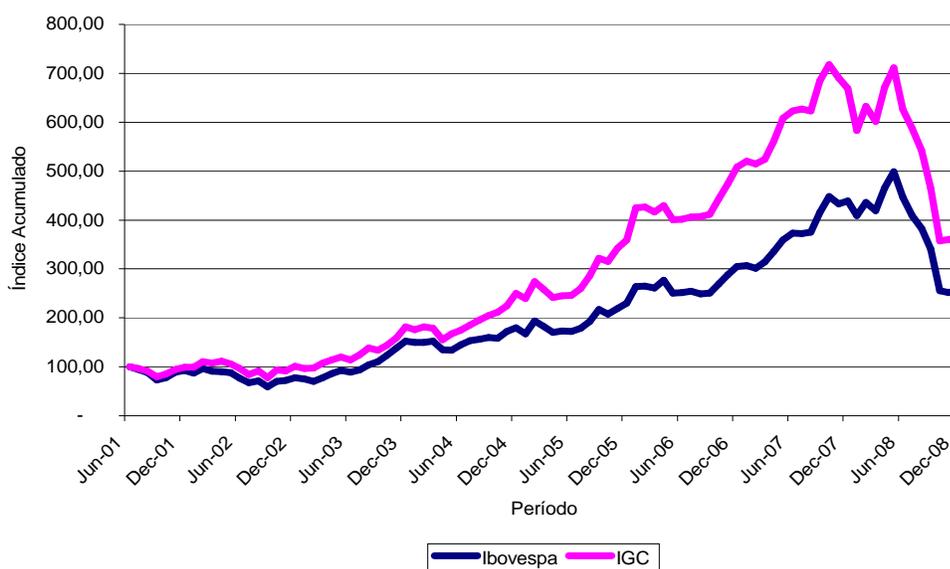


Gráfico 11 - Comparativo Ibovespa x IGC - Junho /2001 a Dezembro/2008 – Base 100 junho 2001

Fonte: BM&FBOVESPA (2009), Economática Assessoria Financeira (2009), Banco Central do Brasil (2009).

Rogers, Ribeiro e Sousa (2005b) abordam em estudo de análise comparativa entre o Ibovespa e o IGC que é importante considerar que algumas empresas com ações listadas na bolsa fazem parte dos dois índices. Outro fator a destacar é que os mesmos seguem uma mesma tendência ou comportamento, mesmo com superioridade de valorização do IGC. Entretanto, o diagnóstico do estudo destaca que práticas de Governança Corporativa superiores são pertinentes para o desenvolvimento do mercado de capitais, porém acessórias. Os autores enfatizam que os bons fundamentos macroeconômicos que, em última instância, proporcionaria um desenvolvimento sustentável da economia brasileira são os principais fatores causais para a alavancagem do mercado de capitais nacional.

³⁹ Considerando que o maior ingresso de empresas no Novo Mercado ocorreu em 2006 e 2007, optou-se pela análise do IGC em comparação com o Ibovespa por a série histórica ser mais longa e representativa para a comparação com o principal índice da bolsa e representar melhor a fotografia do Novo Mercado.

Estudos feitos após a implementação do Novo Mercado têm identificado diferenças positivas e estatisticamente significantes da valorização de empresas que apresentam padrões mais elevados de Governança Corporativa. Carvalho (2003) utilizou métodos econométricos, através de um estudo de evento, para avaliar o efeito da adesão a melhores práticas de governança sobre três aspectos: preço, liquidez e volatilidade. O trabalho concluiu que a migração de empresas para os níveis mais altos de Governança Corporativa tem impacto positivo sobre a valorização das ações, aumenta o volume de negociação, aumenta a liquidez e, possivelmente, tem uma redução do impacto da volatilidade macroeconômica sobre o preço das ações.

Leal e Carvalhal (apud ROCCA, 2008, p. 74)⁴⁰ realizaram pesquisa com base em amostra de mais de duzentas companhias com ações negociadas na BM&FBOVESPA, em três períodos: 1998, 2000 e 2002. Utilizou-se modelo econométrico para estimar o efeito líquido de padrões de governança (avaliado por um índice do Governança Corporativa, especialmente construído com base em informações públicas) sobre o valor das companhias, na presença de variáveis de controle relevantes, dentre as quais taxa de retorno sobre ativos, volatilidade e *leverage* (alavancagem). Os resultados obtidos sugerem fortemente a existência de um efeito líquido positivo entre padrões de governança e valor das companhias.

Em reportagem publicada no *Jornal Valor Econômico* de 13 de março de 2008, Ângelo Pavini destaca estudo realizado pelos professores Alexsandro Broedel Lopes e Roberta Carvalho de Alencar. Os professores criaram um índice de transparência que avaliou empresas do Índice Bovespa de 1998 a 2005, com 47 perguntas relacionadas à forma como a empresa prestava informações em seus balanços, relatórios enviados à Comissão de Valores Mobiliários – CVM e à BOVESPA e em seus sites. O trabalho levou dois anos e concluiu que, a cada ponto que a empresa avança nesse índice, há uma redução de 0,14 ponto percentual em seu custo de capital. Isso é melhor para a empresa e melhor para o investidor que terá uma companhia mais segura para investir, avaliam os pesquisadores.

O estudo destaca a evolução das empresas em termos de transparência. A média geral passa de 24% em 1998 para 54% em 2005. O índice relativo à análise das informações publicadas no balanço que era de apenas 9% passou para 50% em 2005. As projeções (*guidance*) saíram de zero para 10%, e as informações gerais das empresas atingiram 86%.

O trabalho mostrou também que empresas com menor cobertura de analistas de bancos e corretoras ganham mais quando investem na transparência. Para esse grupo, passar

⁴⁰ LEAL, Ricardo P.C.; CARVALHAL, André da Silva. Corporate Governance and value in Brazil (and in Chile), 2006.

mais informações detalhadas em sites, balanços e relatórios reduz o custo de capital em 0,26 pontos percentuais, quase o dobro da média geral. Para as empresas com cobertura de analistas, o impacto da transparência é menor, 0,09 pontos percentuais. Os autores destacam que a saída dessas empresas menos populares entre os analistas é, por conta própria, aumentar as informações e melhorar sua avaliação de risco.

A pesquisa mostrou ainda que o efeito da transparência no custo é menor nas companhias que negociam papéis no exterior. Empresas com *American Depositary Receipts - ADRs*, ou recibos de ações, tem um impacto de 0,02 pontos percentuais em seu custo para cada ponto percentual de melhora no índice. Isso ocorre porque essas empresas, por atenderem à legislação norte-americana, mais rigorosa em termos de exigência de informações, já possuem um elevado grau de transparência. Segundo o estudo dos professores Alexandro Broedel Lopes e Roberta Carvalho de Alencar, no Brasil ainda se está distante do nível de transparência de países como Inglaterra e Estados Unidos, onde a média de transparência nas empresas é de 70%.

Outra observação do estudo publicado no *Jornal Valor Econômico* de 13 de março de 2008, é que as empresa que possuem administração profissionalizada, com conselho bem estruturado e independente, são as que mais informações prestam ao mercado. O peso para o índice de transparência é maior até do que a empresa ter ADRs. Com harmonização das normas contábeis brasileiras às internacionais (*International Financial Report Standards - IFRS*) a ser adotada pelas empresas, essa transparência deve aumentar, o que pode significar um custo de capital menor para as companhias locais. As empresas deverão publicar os dados a partir do exercício 2010 no novo padrão. Para os autores do estudo, Alexandro Broedel Lopes e Roberta Carvalho de Alencar, existe um benefício econômico real em relação à transparência, principalmente para aquelas empresas que não tem cobertura de analistas. Para o Investidor, as empresas com maior transparência têm maiores oportunidades de crescimento por pagarem menos para se financiar no mercado.

Para o professor Broedel Lopes, dois fatores importantes influenciaram as empresas a ampliar a transparência de seus dados ao mercado nos últimos anos. O primeiro é a estabilidade econômica, que permitiu as empresas fazer um planejamento de mais longo prazo e, ao mesmo tempo, abriu espaço para novas oportunidades de negócios. Para isso, precisavam mais recursos e, para fazer novas captações, passaram a dar mais informações aos investidores e ao mercado em geral. Outro fator foi a redução dos juros da dívida pública. Com isso, sobrou espaço, após muitos anos, para o setor privado vender ações e títulos aos investidores, que passaram a procurar alternativas de aplicações aos papéis federais.

Broedel Lopes reforça que, com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, as empresas passaram também a investir mais na transparência, pois ela é o pilar do Novo Mercado ao lado dos direitos dos acionistas. Rocca (2008) corrobora essa idéia destacando que se trata de evidências da maior relevância, que indicam uma difusão da cultura de melhores padrões de governança no conjunto das companhias abertas.

De acordo com Rocca (2008), essas evidências sugerem que existem fortes razões para se acreditar na continuidade do processo de migração das empresas para padrões mais elevados de governança, pelo motivo de que mais governança agrega valor às empresas. A taxa de retorno demandada pelos investidores para alocar recursos nessas ações é menor, reduzindo-se, portanto, o custo de capital (próprio e de terceiros), além dos reconhecidos benefícios de desempenho de uma administração mais transparente e melhor monitorada.

Segundo o autor, existe um grande potencial a ser explorado nesse processo. Apesar do crescimento acentuado do número de empresas que têm aderido aos níveis de governança do Novo Mercado, cujas ações já representam cerca de 60% em 2008 da capitalização de mercado (Tabela 6) ainda tem espaço considerável para avançar. Mais de 63% das empresas listadas encontram-se até agora no segmento tradicional (Tabela 5) enquanto muitas das maiores empresas brasileiras estão apenas no Nível 1.

Outra questão abordada por Rocca (2008) é que companhias com melhor governança têm melhores condições para competir. A maior exposição à concorrência internacional, que resulta da crescente integração da economia brasileira à economia mundial, reforça a necessidade de as empresas se adequarem às melhores práticas de governança para acessar o mercado internacional. A mobilização de grandes volumes de recursos de capital próprio e ou de dívida nos mercados domésticos ou internacional é, muitas vezes, condição necessária para explorar economias de escala, via crescimento ou consolidação, ou promover a atualização tecnológica.

A utilização de boas práticas de Governança Corporativa, que é condição fundamental para uma empresa participar do Novo Mercado, vem demonstrando ser de vital importância para as companhias que participam ativamente do mercado de capitais. O crescimento do Novo Mercado, aliado à melhora no cenário econômico doméstico nos últimos anos, permite que o mercado de capitais brasileiro passe por um momento importantíssimo de consolidação e desenvolvimento sustentável.

4.3 CONSOLIDAÇÃO E PERSPECTIVAS DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO A PARTIR DA INTRODUÇÃO DO NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA

Abordou-se anteriormente o crescimento que o mercado de capitais brasileiro vem obtendo a partir da implantação do Novo Mercado e da utilização de boas práticas de Governança Corporativa por uma fatia considerável de empresas nacionais. Destacou-se também o aumento de emissões de ações e de captação de recursos por parte das companhias via o mercado de capitais.

Segundo Rocca (2008), o mercado de capitais tem um papel estratégico muito importante a cumprir no sentido de impulsionar o crescimento econômico. A economia brasileira apresentou melhora em seus fundamentos econômicos, com controle de inflação e acomodação das taxas de juros domésticas. Diante de um cenário estável, pode-se observar a movimentação de algumas variáveis importantes, como o crescimento do crédito na economia. Conforme observou-se no gráfico 12 o volume de operações de crédito no Brasil que, em 2000, era de 26,40% do PIB, em 2008, passou para 41,30% do PIB, considerando que houve um crescimento do PIB, o volume de crédito na economia se elevou de forma considerável, favorecendo o financiamento tanto do investimento quanto do consumo, o que é positivo para a economia.

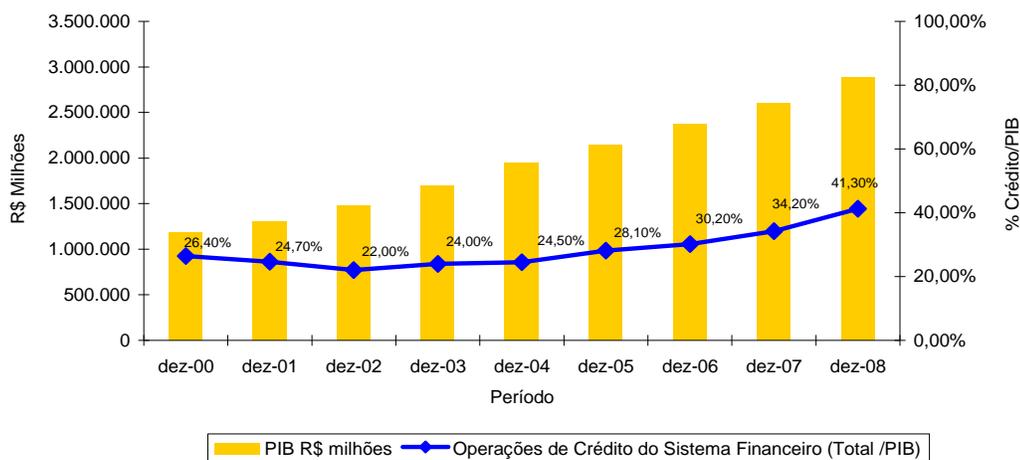


Gráfico 12 - Brasil - Operações de Crédito em Relação ao PIB – Dezembro 2000 a Dezembro/2008
 Fonte: Banco Central do Brasil (2009), IBGE (2009). Ipeadata (2009).

Nesse contexto de melhora do cenário econômico doméstico ao longo dos anos 2000, com crescimento do volume do crédito, constata-se uma evolução considerável do mercado de capitais nacional. Rocca (2008, p. 41) destaca que “a evolução recente do mercado de capitais brasileiro não representa somente um ciclo de valorização e ativação do mercado secundário de ativos financeiros, mas corresponde às expectativas quanto a sua funcionalidade, ou seja, sua capacidade de mobilizar recursos, financiar a economia e distribuir riscos”.

O autor ressalta o aumento significativo da participação do mercado de capitais na concessão de crédito do sistema financeiro e destaca que fica evidente a importância que o mercado de capitais passa a ter como fonte de financiamento das empresas nacionais. Mesmo que os empréstimos bancários continuem sendo a principal fonte de recursos para fomentar o crédito no Brasil, o mercado de capitais vem obtendo um bom crescimento e se constituindo em uma importante fonte de recursos, conforme se pode observar através do gráfico 13.

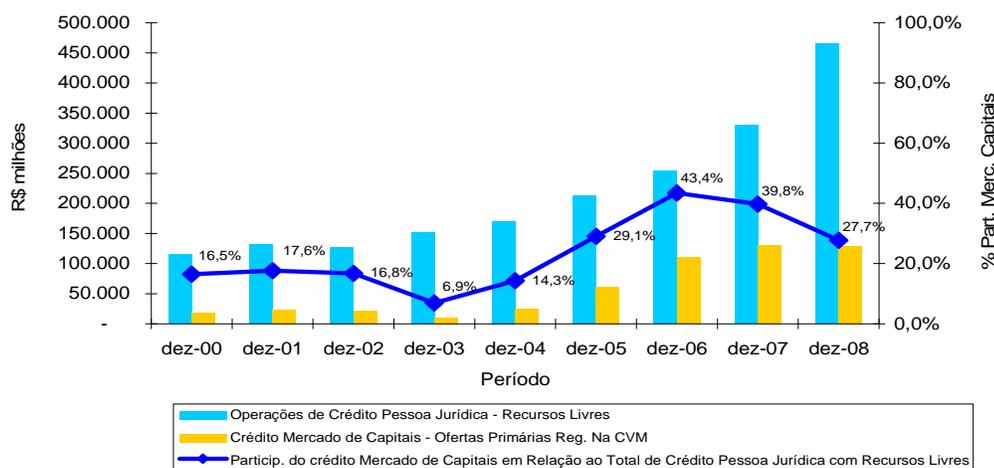


Gráfico 13 - Crédito do Sistema Financeiro com Recursos Livres Pessoa Jurídica e Crédito Mercado de Capitais – Dezembro/2000 a Dezembro/2008

Fonte: Banco Central do Brasil (2009), CVM (2009), IBGE (2009), Ipeadata (2009).

Quando se analisam as concessões de créditos do sistema financeiro com recursos livres⁴¹ para pessoas jurídicas, observamos que a participação do mercado de capitais nessas operações partiu de 16,5% em 2000 para atingir 43,4% em 2006 e ficar em 27,7% em 2008.

⁴¹ Créditos de recursos livres são aqueles créditos do sistema financeiro bancário, emissão de títulos e ações que não consideram os créditos de recursos direcionados pelos órgãos governamentais como o BNDES, crédito imobiliário, crédito rural e outros programas estabelecidos por órgãos oficiais (governo federal, estados e municípios). (ROCCA, 2008).

Mesmo com uma queda, principalmente em 2008, quando houve redução de emissões de títulos (debêntures e notas promissórias) e emissões de ações (IPOs), o mercado de capitais incrementou consideravelmente sua participação.

Rocca (2008) destaca que os instrumentos e veículos do mercado de capitais constituem os principais meios de mobilização de poupança financeira, mesmo quando se leva em conta também os recursos captados pelos fundos de poupança compulsória (FGTS, PIS/PASEP e FAT). A captação de poupança financeira voluntária no mercado doméstico se dá através de títulos da dívida pública, instrumentos do mercado de capitais (títulos de dívida privada e ações) e depósitos bancários. Segundo o autor, houve também aumento considerável da participação do crédito de instrumentos de mercado de capitais no total de crédito com recursos livres concedido no Brasil nos últimos anos, conforme se observa no gráfico 14 a seguir. O volume de crédito passou de 10,6% em 2000 para mais de 22% em 2007 e ficou em 15,2% em 2008. Deve-se considerar, adicionalmente, que o volume total de crédito concedido saiu de cerca de R\$ 200 bilhões em 2000 para aproximadamente R\$ 900 bilhões em 2008.

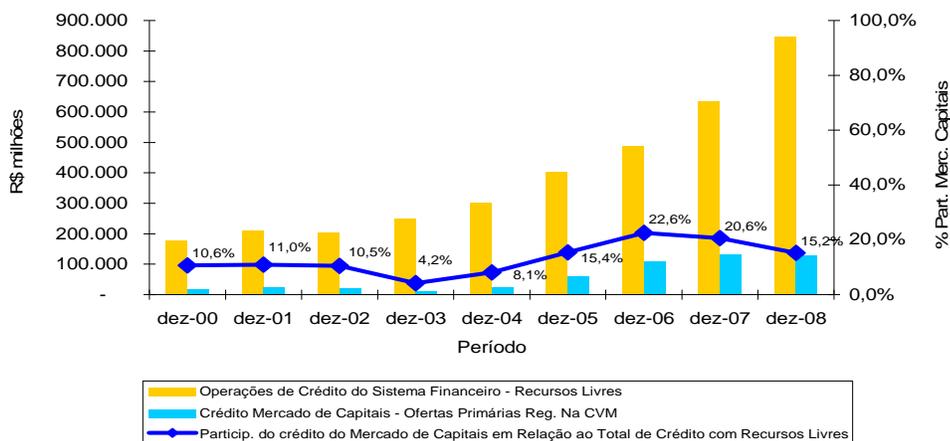


Gráfico 14 - Crédito do Sistema Financeiro com Recursos Livres e Crédito Mercado de Capitais – Dezembro/2000 a Dezembro/2008

Fonte: Banco Central do Brasil (2009), CVM (2009), Andima (2009).

O autor complementa que a redução dos custos de capital observada nas operações de mercado de capitais tem sido o principal fator para explicar a crescente utilização desses instrumentos por parte das empresas. No mercado de ações, existem indicações de que os custos de capital próprio das companhias que realizaram ofertas iniciais de ações (IPOs) têm

sido muito atrativos. Rocca (2008) conclui que o crescimento recente do mercado de capitais brasileiro tem se caracterizado por sua funcionalidade, com uma participação relevante e crescente na mobilização de recursos de poupança financeira e na sua alocação para financiamento do setor privado. Conforme observou-se nos gráficos, após um período relativamente curto (2000 a 2008), o mercado de capitais doméstico já representa parcela considerável do financiamento do setor produtivo da economia brasileira.

De acordo com Rocca (2008), acredita-se que a implementação de medidas e condições permite que o mercado de capitais desempenhe com eficiência sua função de mobilizar recursos de poupança, alocar de modo eficiente esses recursos entre projetos e setores, e promover uma distribuição dos riscos entre agentes em melhores condições para assumi-los.

Além de acelerar o crescimento do produto e do emprego, a experiência internacional tem demonstrado que o desenvolvimento do mercado de capitais permite atingir outros objetivos de grande significado social. Destaca-se a geração de recursos para grandes projetos de infraestrutura, com impacto na qualidade de vida da população, o acesso à casa própria, com a oferta de financiamento habitacional de longo prazo, a viabilização de planos de aposentadoria em regime de capitalização, a ampliação de oportunidades mediante a oferta de recursos para pequenas e médias empresas e, finalmente, a democratização do capital, ao facilitar o acesso de pequenos poupadores a projetos de grande escala e rentabilidade.

As evidências apresentadas ao longo deste capítulo mostram que a direção geral das ações adotadas no âmbito econômico e institucional, assim como as práticas incorporadas à operação do mercado de capitais brasileiro coincidem, em grande medida, com o curso julgado desejável para a sustentação do seu crescimento e a preservação de sua funcionalidade.

Apesar de necessários ajustes e desafios, o crédito cresceu no Brasil em relação ao PIB (gráfico 12), e o crédito do mercado de capitais em relação ao crédito total (gráficos 13 e 14). Isso ocorreu, em certa medida, devido ao crescimento e desenvolvimento do mercado de capitais doméstico, a implementação do Novo Mercado com a adoção de boas práticas de Governança Corporativa pelas empresas e a posterior melhora na transparência por parte das empresas listadas em bolsa, dos avanços institucionais e do cenário econômico propício.

Conforme observou-se, o Novo Mercado da BM&FBOVESPA criou os níveis diferenciados de Governança Corporativa, aos quais as empresas aderem livremente, estabelecendo requisitos que promovem o tratamento equitativo e o aumento da transparência.

Foi implantado, cresceu se desenvolveu e impulsionou o mercado de capitais brasileiro de maneira substancial, porém, ainda há pontos que precisam de avanços.

Os dados demonstrados anteriormente destacam que o crescimento e os avanços obtidos nos anos recentes, e da percepção da importância da utilização de boas práticas de Governança Corporativa pelas empresas, favorecem a sustentação desse movimento e da consolidação do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Entretanto, há necessidade de melhoras no mercado, por exemplo, a concentração da maior parte dos negócios à vista realizados na BM&FBOVESPA em poucas empresas, conforme se observa na Tabela 10. A bolsa contava com 439 empresas em dezembro de 2008 (Tabela 5) e constatou-se que aproximadamente 70% dos negócios se concentravam nas 20 maiores (Tabela 10). Se considerar que as 100 maiores companhias (22,78% do total) concentram praticamente 97% dos negócios verifica-se que se precisa evoluir. Dessa forma, observa-se que se pode e se precisa avançar, ou seja, aumentar a dispersão dos negócios para um número maior de empresas, o que poderá, inclusive reduzir a volatilidade do mercado local, reduzindo o risco de mercado para os investidores em renda variável.

Tabela 10
Concentração de Negócios no Mercado da BM&FBOVESPA
Participação sobre o Valor Negociado à Vista (Lote-Padrão) - em %

Concentração	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
A maior	11,16	14,37	15,55	12,97	9,30	9,23	12,33	16,98	19,92
5 maiores	36,11	35,67	39,72	36,62	30,66	31,17	34,67	37,56	41,23
10 maiores	53,79	53,47	55,77	49,83	48,00	44,69	45,56	50,42	54,97
20 maiores	73,01	75,27	76,10	69,89	66,19	62,28	60,96	65,60	69,91
30 maiores	82,48	83,69	85,21	80,60	76,92	73,22	71,53	74,64	77,32
40 maiores	88,78	89,00	90,86	87,06	83,73	80,42	78,37	79,91	82,89
50 maiores	92,59	92,57	94,50	91,58	88,46	85,93	83,54	83,88	87,35
60 maiores	95,01	94,82	96,43	94,51	92,02	90,15	87,79	87,23	90,92
70 maiores	96,37	96,40	97,60	96,50	94,76	93,21	90,96	90,04	93,10
80 maiores	97,24	97,55	98,36	97,76	96,58	95,42	93,49	91,79	94,70
90 maiores	97,97	98,35	98,82	98,51	97,77	97,10	95,30	93,14	95,91
100 maiores	98,53	98,84	99,13	98,90	98,53	98,21	96,67	94,35	96,75

Fonte: BM&FBOVESPA (2009).

Considerando que o nível de concentração dos negócios na BM&FBOVESPA historicamente é elevado com pequenas melhoras em alguns períodos, é relevante acrescentar uma informação adicional que é a oscilação ou volatilidade dos índices de ações Ibovespa, IGC em relação ao Dow Jones. Observa-se no gráfico 15 que a oscilação dos índices

brasileiros é superior ao Dow Jones, ou melhor, o Dow Jones apresenta maior estabilidade de variação no período de junho de 2001 a dezembro de 2001. Se calcular o risco medido pelo desvio padrão das oscilações mensais, observa-se que o Dow Jones apresenta um desvio padrão de 4,25%, o Ibovespa de 8,09% e o IGC de 7,92%, o que demonstra a maior volatilidade dos índices da BM&FBOVESPA e, como consequência, maior risco de mercado que o índice da bolsa norte-americana. Porém, com o desenvolvimento e amadurecimento do mercado de capitais doméstico, espera-se que a volatilidade se reduza no longo prazo.

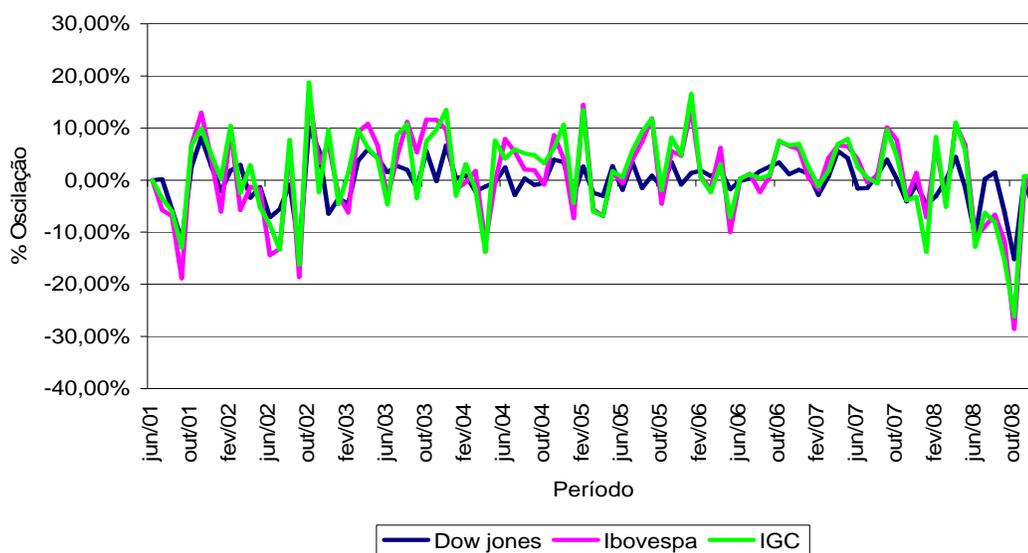


Gráfico 15 - Oscilação Mensal - Dow Jones X Ibovespa X IGC – Junho/2001 a Dezembro/2008

Fonte: BM&FBOVESPA (2009), Economática Assessoria Financeira (2009), Broadcast Agência Estado (2009).

Em síntese, verificou-se que o crescimento recente do mercado de capitais brasileiro tem se caracterizado por sua funcionalidade, traduzida numa participação relevante e crescente na mobilização de recursos de poupança financeira e na sua alocação para o financiamento do setor privado.

Existem razões para se acreditar que o crescimento do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos represente uma importante fase de um processo de desenvolvimento de longo prazo. Houve grandes avanços como o Novo Mercado, aumento na transparência, melhora nas condições de eficiência, redução nos custos de transação de emissões e registros de ações (IPOs), debêntures e outros títulos de dívida que são colocados no mercado.

É importante ressaltar que a sustentabilidade dos avanços depende da continuidade do avanço institucional. É necessária a superação de alguns obstáculos e a manutenção da

estabilidade macroeconômica, com equilíbrio das contas públicas, redução das taxas de juros, controle da inflação e câmbio flutuante. Ou seja, a implementação de medidas de cunho estrutural e conjuntural, permitem que o mercado de capitais desempenhe sua função de mobilizar recursos de poupança, alocar de modo eficiente esses recursos entre projetos e setores, e promover uma distribuição dos riscos entre os agentes em melhores condições para assumi-los.

Alguns avanços foram conquistados, mas como foi abordado acima ainda há pontos para avançar. O Novo Mercado foi implementado, tornou-se protagonista da revitalização do mercado de capitais no Brasil e passou a ser o padrão mínimo de Governança Corporativa no país. Conforme demonstrado, em dezembro de 2008 o Novo Mercado contava com 99 empresas, 43 no Nível 1 e 18 no Nível 2. Passado um bom momento inicial, principalmente a partir de 2004, quando grande quantidade de empresas aderiu aos níveis de boa governança, surgiram alguns problemas e há necessidade de reformulação.

Em matéria publicada na revista *Valor Investe*, Adachi e Valenti (2009), abordam que, nas ofertas públicas realizadas, os investidores não estavam mais aceitando que as companhias iniciantes, que buscavam recursos no mercado de capitais, oferecessem menos garantia do que “uma ação, um voto” existente no Novo Mercado. Dessa forma, a maioria das empresas que abriu capital ingressou no Novo Mercado, só ficaram de fora as concessionárias de serviços públicos e bancos, que, por questões regulatórias, precisam ter ações preferenciais (sem direito a voto), além das ordinárias.

Passado o encantamento inicial, começaram alguns problemas. Algumas empresas fizeram reestruturações societárias que prejudicaram acionistas minoritários. E houve casos de companhias que mudaram o controlador sem fazer oferta pública de compra aos pequenos acionistas. Além disso, as condições do mercado mudaram muito.

Segundo a BM&FBOVESPA, o Novo Mercado avançou além das expectativas, agora precisa se renovar para continuar crescendo, e reformulações profundas não ocorrem em períodos de euforia, mas nos períodos mais difíceis como o atual, em que as aberturas de capital se reduziram consideravelmente devido à debandada de investidores em função da crise financeira internacional. A bolsa aproveitou esse momento propício e criou a Câmara Consultiva do Novo Mercado, com 25 pessoas, incluindo advogados e representantes de empresas, investidores, bancos e entidades de classe. Nos últimos meses, eles se reuniram para debater sugestões e formatar uma proposta de reforma do regulamento do Novo Mercado, que será encaminhada para o Conselho de Administração da BM&FBOVESPA e, posteriormente, discutida e votada pelas 99 companhias participantes do segmento; são as

empresas que darão a palavra final. A bolsa espera que, até o final de 2009, o processo seja concluído para vigorar a partir de 2010.

De acordo com Adachi e Valenti (2009), as principais propostas que estão em discussão pela Câmara Consultiva são as seguintes:

i) uma das mais importantes propostas criará uma mudança estrutural no mercado, trata-se de obrigar a realização de Oferta Pública de Aquisição (OPA) de ações a todos os acionistas de uma empresa, quando um determinado investidor atingir a participação de 30% do seu capital. A expectativa é que esta medida seja destinada apenas às companhias de capital pulverizado, sem dono definido. Essa medida busca alinhar a prática brasileira à da maioria dos países europeus e adaptaria a regra do Novo Mercado à existência de um número crescente de empresas com capital difuso ou pulverizado, as chamadas *corporations*, empresas sem um controlador definido com pelo menos 51% dos votos. A ideia da proposta é evitar que o investidor que comprou ações de uma empresa com controle definido tenha que conviver com um controlador indesejado, a oferta pública seria a porta de saída em condições justas;

Conforme a reportagem, essa regra atenderia ao interesse dos acionistas minoritários e, principalmente, das empresas envolvidas pelo fato de que hoje muitas delas estão presas a dispositivos que elas mesmas criaram em seus estatutos sociais, as chamadas pílulas de veneno, ou, *shark repellents* (espanta tubarões, em referência ao apelido de grandes investidores nas bolsas). As pílulas de veneno fizeram sucesso nos processos de abertura de capital por suavizar o temor que os controladores tinham de abrir capital na bolsa só com ações ordinárias. Esse processo acabou levando à adoção indiscriminada e, muitas vezes, direcionada desses dispositivos, como exigir ofertas a preços elevadíssimos quando um investidor atinge um percentual tão baixo como 15% do capital. O que foi imaginado como uma maneira de proteger os controladores ou, na melhor das hipóteses, salvaguardar os minoritários do avanço incômodo, tem surtido efeito contrário.

No atual cenário de queda da atividade econômica e restrição de crédito, onde muitos grupos em dificuldades precisariam vender seu controle, as pílulas de veneno privam as empresas dessa opção e destroem valor. Muitos negócios foram frustrados por essas cláusulas que encarecem as aquisições. O pior é que essas cláusulas constam no Estatuto Social e consta que quem exigir a mudança no texto deveria fazer uma oferta para comprar os papéis dos demais acionistas (cláusulas pétreas). A ideia é padronizar o *shark repellent* dentro das regras do Novo Mercado, liberando as companhias de fazer restrições em seus estatutos.

A CVM também vê essa mudança na regulamentação como fundamental no processo de ajustes do Novo Mercado, pois além de preparar o mercado para uma nova realidade societária, resolveria a polêmica adoção em massa das pílulas de veneno, destaca sua presidente.

ii) outra proposta da câmara Consultiva diz respeito à independência do conselho de Administração. O Novo mercado exige hoje que pelo menos 20% dos conselheiros sejam independentes, ou seja, não representantes dos controladores da empresa. A proposta é elevar essa fatia para 30% e, ao mesmo tempo, definir mais claramente os critérios que assegurem a independência de um conselheiro.

Para reforçar essa alteração é citado como exemplo o caso de um advogado que é vinculado à empresa e que trabalha para os controladores pode não ser considerado independente pelo vínculo. Outro ponto é no caso de um representante de um acionista com mais de 10% do capital ou um conselheiro com mais de 10 anos de empresa pode ter sua isenção comprometida. Esses dados são trazidos para debate depois que algumas operações nos últimos anos colocaram em xeque os padrões de Governança Corporativa do novo Mercado.

Em 2006, por exemplo, a empresa Brasil Ecodiesel abriu capital sem ter o nome de seu controlador revelado, pois estava envolto numa estrutura de empresas constituídas em paraísos fiscais. Outro caso foi da empresa Cosan, realizado em dezembro de 2007. De acordo com a engenharia financeira montada, previa-se que a holding, a Cosan Limited, seria listada em Nova York com duas classes diferentes de ações, diluindo fortemente o poder de voto dos minoritários da Cosan registrada no Novo Mercado. O controlador teria capacidade de comandar a empresa com pouco mais de 9% dos papéis, pois cada ação teria dez votos. Este fato, segundo a reportagem, foi um teste rigoroso para a CVM e a BM&FBOVESPA na defesa do segmento de governança. Chegou-se a cogitar a expulsão da companhia do Novo Mercado, após isso a empresa suavizou a operação, e estendeu-se aos demais acionistas o direito de adquirir os papéis com supervoto, mas quem os comprasse teria que esperar por três anos para vender as ações.

Foi uma medida paliativa adotada, ficou o trauma e a sugestão de nova regra para o Novo Mercado e deverá ser levada adiante pela Câmara Consultiva. Essa medida diz respeito às estruturas piramidais de controle, nas quais, usando uma árvore de holdings, alguém controla uma companhia detendo pequena fatia do seu capital. Isso deverá ser debatido para ser viabilizado e colocado em prática.

Também deverão ser colocadas em discussão nesse item as normas que tratarão das aquisições originárias que incluem as aquisições via incorporação. Ocorreu em setembro de 2008 no caso do setor imobiliário entre as empresas Gafisa e Tenda, onde houve uma operação chamada de aquisição originária ou operação fechada em que a controlada (adquirida) assumiu o controle da controladora (compradora), numa espécie de aquisição às avessas. Isso gerou queixas por parte dos minoritários que, no Novo Mercado, têm *tag along* de 100% e fora dele 80%, mas nessa operação surgiu um novo controlador sem que o antigo tivesse vendido sua participação. Dessa forma, como não houve aquisição do controle, não houve a obrigatoriedade de realizar uma oferta de compra em dinheiro aos minoritários.

No caso da Gafisa, citado acima, a CVM entendeu que incorporações desse tipo não geram obrigatoriedade de *tag along* e as recomendações da Câmara Consultiva devem refletir nesse sentido. A empresa não queria entregar o dinheiro na mão do controlador, mas precisava, sim, capitalizar o negócio. Se o controlador não vendeu suas ações, não há carona para o minoritário pegar, diz Leonardo Cantidiano ex presidente da CVM, citado na reportagem de Adacchi e Valenti (2009). Sua argumentação também é no sentido de que não se pode partir do princípio de que a operação foi feita para burlar a regra do Novo Mercado.

Parte das queixas pode ser solucionada com a inclusão, no regulamento do Novo Mercado, do pagamento do direito de retirada ou recesso não mais pelo valor patrimonial, conforme estabelecido pela Lei das S.A., mas pelo valor econômico.

iii) deve-se recomendar que as empresas do Novo Mercado não utilizem o modelo de controle acionário chamado de estrutura piramidal. Ou seja, que uma companhia listada no Novo Mercado não tenha controladas também abertas e com ações no espaço diferenciado. Na prática tal estrutura serve para alavancar o poder do controlador, o que é contrário aos princípios do Novo Mercado.

iv) as ações preferenciais do Nível 2, segmento destinado às companhias que não possuem apenas ordinárias, devem passar a ter acesso a 100% do prêmio de controle (*tag along*) em caso de venda. Atualmente, os papéis têm direito a receber o equivalente a 80% do valor por ação pago ao controlador em caso de alienação do negócio.

v) em vez de propor a extinção do Nível 1 de governança, que tem pouco diferencial a apresentar aos investidores, a Câmara Consultiva pode sugerir que as empresas desse seguimento adotem a Câmara de Arbitragem da bolsa. Cogitou-se também a extinção do Nível 1, já que o diferencial oferecido aos investidores é pequeno em relação ao Nível 2 e ao Novo Mercado, mas será proposto apenas que as companhias do Nível 1 entrem para a

Câmara de Arbitragem da bolsa, que vai a resolver conflitos entre investidores e empresas de forma mais ágil que na justiça comum.

Adachi e Valenti (2009) destacam, dentre outras questões que surgem, e até uma ideia que partiu dos investidores, seria a de criar um comitê de listagem (ponto polêmico na reformulação), que avaliaria a aptidão das empresas para entrar na bolsa. Durante o *boom* de estréias no pregão a partir de 2006, muitas empresas adoraram o que se chama de “governança instantânea”. Ou seja, de uma hora para a outra, a empresa se enquadrava nas regras do Novo Mercado, com *tag along* de 100%, conselho de administração com membros independentes e estatuto social repleto de boas intenções para atender formalmente as regras exigidas para abrir capital e não adotavam, de fato, práticas de boa governança.

Os autores citam alguns participantes do mercado como o presidente do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, Mauro R. Cunha, que entende que um comitê pode evitar que as boas práticas de governança se transformem em meros pontos a serem atendidos em textos dos documentos. De acordo com a presidente da CVM, Maria Helena Santana, quando o Novo Mercado nasceu, o desejo era convencer as empresas de que seria bom estar na bolsa. Mas passado o momento inicial, talvez seja necessário mudanças.

Para a BM&FBOVESPA, a bolsa deve esclarecer qual o nível mínimo de exigência, e as regras estão elevando esse nível mínimo, inclusive na discussão do Comitê Consultivo. Para alguns representantes de empresas citados na reportagem, cada empresa deve trabalhar internamente instalando conselho de administração, contratando auditores independentes e se conscientizando de que, ao entrar no mercado onde as regras de governança ganham relevância, as empresas devem aprender constantemente e se adaptar gradativamente. Não basta para as empresas ler o manual da bolsa, formular um documento e pensar que se implantou boa governança, é importante separar o que é direito do acionista e o que é gestão da companhia.

Outro ponto polêmico é a questão dos empréstimos concedidos pelos bancos coordenadores das ofertas às empresas antes de levá-las à bolsa. Com o objetivo de acelerar o crescimento das companhias, esses financiamentos tinham sua remuneração atrelada à variação dos papéis após a oferta, fato que gerou polêmica e críticas relativas ao conflito de interesse, pois o colocador da oferta, no caso o banco coordenador, é parte interessada no negócio. Mas este ponto está sendo debatido na Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID, que deverá impor limites aos coordenadores da oferta e, portanto, não será necessário esse debate na alteração do regulamento do Novo Mercado.

A BM&FBOVESPA deverá estimular a abertura de capital de muitas empresas mesmo sem fazer captações iniciais em um segmento chamado Bovespa Mais, um segmento voltado para pequenas e médias empresas, que ainda não deslanchou. A bolsa estuda reduzir os custos e despesas de abertura e manutenção para as empresas ingressarem na bolsa e atenderem às exigências de companhias abertas, com publicação de balanços para melhorar gradativamente suas estruturas de governança e ter a cobertura de analistas em suas ações. Segundo a bolsa é uma importante oportunidade para as companhias adquirirem a cultura de mercado.

Outra ideia, inclusive partilhada por investidores institucionais como fundos de pensão, é que seria essencial que as empresas do Novo Mercado tivessem Conselho Fiscal. Esses investidores destacam que se as empresas são transparentes deveriam querer ser fiscalizadas, e esse deve ser o pensamento das companhias e dos administradores.

Adicionalmente, a CVM também vai exigir mais transparência na divulgação de informações pelas companhias a partir de 2010. De acordo com a Instrução nº 202, que está em debate e análise, o novo Informativo Anual (IAN) deverá apresentar um relatório detalhado com informações sobre as políticas de decisão, desde a gestão de risco e uso de instrumentos financeiros, como derivativos, até dados sobre remuneração dos administradores. Além disso, a CVM deverá pedir a divulgação de atas de reuniões de conselhos e/ou comitês de auditorias. A exigência de informações deverá ser maior para as empresas com ações listadas em bolsa e menor para as companhias que emitirem apenas títulos de dívidas, como debêntures e notas promissórias.

A partir de 2010, as empresas também deverão estar mais transparentes em suas contabilidades, com a adesão brasileira ao padrão internacional, conhecido pela sigla IFRS (*International Financial Reporting Standard*). O processo de harmonização das normas já iniciou em 2008 e deverá estar em pleno uso a partir de 2010. O tema ganhou força, principalmente, após algumas empresas sofrerem prejuízos bilionários com os derivativos de câmbio, que expuseram graves falhas de governança.

Segundo Adachi e Valenti (2009), o debate é importante, mas deve-se tomar cuidado para não se transformar em uma colcha de retalhos para atender apenas interesses de algumas partes, deve ser bom para o mercado. Segundo a BM&FBOVESPA, as mudanças serão adotadas somente com o aval de, no mínimo, dois terços das companhias de cada segmento. A última palavra será das empresas. Após a concordância, cada empresa deverá adaptar o seu estatuto às novas regras, submetendo as alterações à assembleia de acionistas. As empresas

que não adotarem as mudanças deverão sair do segmento diferenciado e fazer oferta aos acionistas pelo valor econômico. A bolsa espera concluir esse processo até o final de 2009.

Para a CVM, apesar de a votação estar na mão das empresas, elas deverão entender a necessidade de evolução das normas para corrigir as distorções verificadas e se adaptar à nova realidade do mercado, para manter o selo de qualidade do Novo Mercado e seu valor perante os investidores.

As discussões de mudanças no Novo Mercado refletem o dilema entre impor mais ou menos regulação. Parece estar vencendo o ponto de vista de que menos pode ser mais. O Novo Mercado deve oferecer o básico, com os aprimoramentos possíveis, mas cada vez mais as empresas terão que se diferenciar por suas condutas. O julgamento sobre se uma empresa merece ou não confiança é do investidor, nada substitui o papel do investidor, entretanto, após a crise global vivida a partir de 2008, a necessidade de regulamentar ficou ainda mais evidente. Adachi e Valenti (2009).

Nesse contexto, o Novo Mercado veio para ser definitivo e se mostrou muito importante e efetivo no processo de consolidação e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, mas como sua implementação é recente, passado um período inicial no qual obteve relativo sucesso, são necessárias algumas reformulações para que continue cumprindo seu papel dentro do mercado de capitais.

Carvalho (2002) destaca que vem sendo bastante difundida a ideia de que a Governança Corporativa é importante e que os agentes de mercado e autoridades devem empenhar-se para que as empresas adotem tais práticas. Para o autor, a adoção da boa governança é importante para melhorar a eficiência da alocação dos investimentos da economia. Vieira e Mendes (2004) reforçam que a Governança Corporativa propicia a redução da assimetria de informação existente entre as empresas e os agentes envolvidos e tende a provocar redução do custo de capital. Adicionalmente, proporciona aos credores maior credibilidade nos resultados da companhia, e os acionistas tornam-se mais propensos a investir, uma vez que o risco de manipulação por grupos específicos é reduzido. O resultado, segundo os autores, é que, para qualquer mercado em crescimento, as práticas de boa governança são fundamentais, nas quais o Novo Mercado está inserido e de acordo.

Quanto à adesão de novas empresas ao Novo Mercado, Carvalho (2002) diz que depende da fase do ciclo econômico e da relação entre custos e benefícios. Normalmente, na fase ascendente do ciclo, o custo de oportunidade de não implementar projetos novos por falta de fundos é muito mais alto do que na fase descendente do ciclo. Com relação aos custos e benefícios, Carvalho (2002) destaca que, para algumas empresas, dadas as atuais regras, os

benefícios jamais compensarão os custos. O autor cita, como exemplo, as empresas cujos setores se caracterizam pela informalidade e empresas com projetos de alta confidencialidade. Para algumas outras empresas, a decisão de abrir capital pode ser uma questão de tempo, dependerá do setor que atua e da viabilidade do negócio. Cabe, aqui, ressaltar que, mesmo não sendo interessante ou viável para todas as empresas, o mercado de capitais vem crescendo e se mostra como uma importante alternativa a ser avaliada, haja vista a grande quantidade de empresas que vieram a mercado nos últimos anos, conforme foi demonstrado anteriormente.

Rocca (2008) aborda que esse período positivo vivido pelo mercado de capitais nacional provoca um “justificável otimismo quanto ao papel estratégico que o mercado de capitais pode cumprir daqui por diante para acelerar e sustentar o crescimento da economia brasileira, a exuberância de tal desempenho produz alguma inquietação quanto à sua sustentabilidade” Rocca (2008, p. 35). Essa preocupação do autor se deve à duração e profundidade da turbulência financeira vivida no mercado a partir de 2008, e se dá no sentido de avaliar se os ganhos obtidos com o acelerado crescimento e valorização do mercado serão permanentes e sustentáveis para a sua funcionalidade e não apenas um ciclo passageiro que pode gerar frustrações quando finalizado.

Para Lacerda (2008), o mercado de capitais brasileiro passou por amplas transformações nos últimos anos e atingiu, principalmente, em 2006, 2007 e meados de 2008, uma situação singular como instrumento indispensável para a promoção do desenvolvimento econômico nacional. Para o autor, não restam dúvidas de que as instituições privadas, os órgãos corporativos e as entidades reguladoras que congregam a cadeia de relações de negócios atingiram maturidade, cumprindo à risca um rol de objetivos traçados desde quando foi redigido o Plano Diretor do Mercado de Capitais.

Esse bom desempenho institucional foi desenvolvido em um ambiente propício, sem o qual nada teria sido possível. De um lado, as coisas só evoluíram bem porque prevaleceu, durante todo o tempo, um ambiente de estabilidade macroeconômica, sustentado por uma política econômica sem sobressaltos, e por uma favorável realidade econômica internacional. De outro, o setor público, que adotou medidas concretas para atender a antigas demandas de investidores e corporações e contou com o apoio de órgãos e instituições privadas. Ou seja, não foi tudo obra e graça das forças de mercado, houve ambiente regulatório, no qual o Novo Mercado teve um importante papel, principalmente no que se refere a transparência e respeito aos investidores minoritários e aproveitou o ambiente econômico favorável.

Lacerda (2008) acredita, fundamentalmente, na manutenção desse novo tempo que se instaurou e avança no deslanche dos investimentos produtivos, tão necessários para o país, os

quais se viabilizarão com uma interconexão virtuosa com o mercado de capitais brasileiro. As constatações mais recentes indicam a força desse novo tempo e sinalizam a sua capacidade de avanços futuros.

Resende e Macedo (2008) reforçam o que foi abordado anteriormente, que o mercado de capitais brasileiro alcançou novo patamar, registrando volumes recordes e atingindo níveis elevados de valorização. A valorização recente experimentada pelo mercado de capitais brasileiro o coloca na rota de alcançar níveis de países de mercados mais desenvolvidos. A infraestrutura disponível no mercado brasileiro, aliada à liquidez internacional, a confiança do investidor estrangeiro em alocar seus recursos para o risco-Brasil e, ainda, a obtenção do *investment grade* são motivos para acreditar que o mercado de capitais continuará sendo importante fonte para o crescimento econômico de forma sustentada. O mercado de capitais exerce importante papel no desenvolvimento econômico e se apresenta como importante alternativa a outros tipos de financiamento de recursos de longo prazo.

Para corroborar a percepção de que o mercado de capitais brasileiro está em um novo patamar, Campos e Pavini (2009) destacam que, passado talvez o pior momento da crise internacional, o Brasil volta a se destacar entre os mercados emergentes, atraindo fatias consideráveis de investimento estrangeiro, que estão migrando dos Estados Unidos e Europa. O principal sinal desse ingresso maciço de recursos aparece na BM&FBOVESPA, onde o saldo de investidores estrangeiros acumula mais de R\$ 11 bilhões até meados de junho 2009. Como consequência desse ingresso de recursos, está havendo valorização do Ibovespa, principal índice de ações da bolsa brasileira, que saiu de 36 mil pontos em fevereiro de 2009 para 53 mil pontos em maio de 2009, ou seja, obteve boa retomada e valorização após os momentos mais críticos da crise.

Outro dado importante, destacado por Silva Jr. (2009), é a volta das emissões de debêntures após período de contração no crédito. O mercado de emissões volta a se aquecer e grandes empresas brasileiras estão preparando emissões importantes. O autor destaca que a queda dos juros básicos para patamares históricos de baixa tem estimulado a procura por debêntures que pagam rentabilidade mais alta que a taxa Selic e são muito atrativas para investidores institucionais, como fundos de pensão e até pessoas físicas, que podem ter acesso a esses títulos e também são alternativa viável para financiar os investimentos das companhias.

Pelas evidências, o Novo Mercado parece ter vindo para ser definitivo. Outro dado a destacar é o crescimento da participação dos investidores minoritários. Vieira e Valente

(2009) abordam que os minoritários vêm se tornando cada vez mais ativos e participando de assembleias e conselhos fiscais das empresas das quais são acionistas, fato que traz benefícios ao mercado como um todo e reflete maior clareza das regras.

Em síntese, o mercado de capitais brasileiro vem obtendo conquistas importantes e evoluindo gradativamente. Por um lado, facilitado pelos bons fundamentos econômicos domésticos e, por outro, pelo esforço das instituições que atuam no mercado, desde órgãos do governo, como CVM, da Bolsa de valores e das empresas que negociam suas ações. A implementação do Novo Mercado, com destaque para utilização de boas práticas de Governança Corporativa pelas empresas, com certeza, vem auxiliando muito nessa tarefa de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Observou-se que os mercados financeiros foram concebidos com o intuito de transferir recursos dos poupadores, ou daqueles que os possuem, e não têm a melhor oportunidade de investimento, para aqueles que produzem e necessitam dos recursos para investir. Com isso, cabe aos mercados financeiros fazer essa intermediação e buscar uma alocação eficiente dos recursos em uma economia.

No capítulo 2 verificou-se que os mercados financeiros fornecem recursos para as pessoas antecipar gastos ou investimentos sem que possuam recursos próprios. Através do crédito, os mercados e intermediários financeiros em bom funcionamento podem fomentar a atividade econômica e aumentar o bem-estar e a eficiência de uma economia, sem que os agentes necessitem esperar até o momento de ter formado poupança suficiente para realizar o gasto ou investimento desejado.

A canalização de recursos de poupadores para gastadores ou investidores é importante para a economia pela razão de que aquelas pessoas que poupam com frequência nem sempre são as mesmas que têm oportunidades lucrativas de investimento disponíveis para elas, os empresários. Estes podem captar recursos para financiar seus investimentos, seja através do crédito (mercado bancário) seja através de títulos de dívidas ou ações (mercado de capitais). Na ausência de mercados financeiros não seria possível essa transferência de recursos, as pessoas ficariam restringidas em seus planos e estariam em situação pior.

Constatou-se a importante função dos sistemas financeiros no processo de formação de poupança e seu uso para o investimento produtivo, e que, normalmente, países com sistemas financeiros desenvolvidos têm crescimento econômico mais robusto. Dessa maneira, é fundamental para o crescimento de um país que seu sistema financeiro seja desenvolvido e conectado com a atividade econômica.

Observou-se a relevância dos intermediários financeiros na estrutura financeira e no financiamento indireto, bem como a importância do papel da “informação” nos mercados financeiros. Viu-se que os mercados financeiros são suscetíveis a fatores que podem influenciar seu funcionamento, como a “informação assimétrica”, quando a falta de informação cria distorções no sistema financeiro e leva a problemas de “seleção adversa” e “risco moral” (*moral hazard*) e ainda o “risco moral em ações”, ou seja, o problema entre agente e principal, também chamado de “conflito de agência”.

Diante da importância que os mercados financeiros assumem para o crescimento e desenvolvimento de uma economia e da necessidade que tenham bom funcionamento para que realmente desempenhem suas funções com eficiência, observou-se que questões relativas à transparência e ao processo informacional tornam-se cruciais para o melhor desempenho das funções dos mercados financeiros e de capitais.

A partir daí, verificou-se, no capítulo 3, que a Governança Corporativa aparece como um importante mecanismo no alinhamento dos interesses das partes que atuam no mercado, tanto investidores ou credores quanto acionistas, e que sua utilização melhora o nível de informação e transparência no mercado financeiro e de capitais.

Verificou-se que, com o processo de globalização, as exigências e as influências também são globalizadas, pois as empresas demandam capital e os investidores buscam oportunidades rentáveis de investimento e tentam monitorar o risco de suas alocações de recursos. Diante de um cenário globalizado, a comunicação clara e objetiva e o alinhamento nas relações financeiras tornam-se cada vez mais essenciais na redução de riscos e na viabilização de investimentos, para gestores, investidores, credores e na melhora do ambiente de negócios.

Para que esses objetivos coletivos sejam colocados em prática e funcionem, a Governança Corporativa é uma importante aliada. Pois trata do alinhamento das informações, dos incentivos e da capacidade de agir e o seu desafio é apurar as responsabilidades das partes que compõem a firma. Isso proporciona uma redução no custo de capital necessário para a condução de novos projetos.

Observou-se que, de acordo com a teoria econômica tradicional, a Governança Corporativa surgiu para procurar superar o chamado "conflito de agência", presente a partir da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. O "principal", titular da propriedade, delega ao "agente", gestor, o poder de decisão sobre essa propriedade. A partir daí surgem os chamados conflitos de agência, pois os interesses daqueles que administram a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular. Sob a perspectiva da teoria da agência, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com os interesses dos acionistas.

Adicionalmente, a boa governança auxilia na redução de problemas com “assimetria de informação”, existentes entre empreendedores e investidores, que muitas vezes inviabilizam o financiamento de projetos altamente produtivos. Os empreendedores possuem muito mais informações sobre o potencial e o desempenho dos projetos do que as partes

financiadoras. Quando os problemas informacionais são críticos, os recursos podem ser direcionados para projetos menos produtivos e, ao longo desse processo, muito do potencial de crescimento de uma nação pode ser desperdiçado.

Com isso, as boas práticas de Governança Corporativa asseguram que todos os acionistas deverão ter o mesmo tratamento, sejam controladores ou minoritários, domésticos ou estrangeiros. Todos os investidores devem ter acesso ao mesmo tipo de informação, não importa o tipo ou a quantidade de ações adquirida, e toda a mudança nos direitos deve ser submetida a voto. Os mercados de capitais que estimulam essa igualdade de tratamento aos acionistas têm maior crescimento e desenvolvimento, inclusive propiciam o aparecimento de empresas novas e auxiliam no crescimento das empresas já existentes, do que os mercados que tratam de maneira desigual os acionistas e investidores.

Conforme verificou-se, o desenvolvimento do mercado de capitais está amplamente relacionado à adoção de boas práticas de Governança Corporativa. No mercado de capitais brasileiro, desde seu marco regulatório na década de 1970 até meados dos anos 1990, as questões relativas à Governança Corporativa foram pouco compreendidas. A partir dos anos 1990, a ocorrência de fraudes contábeis e de problemas de solvência em algumas empresas e instituições financeiras evidenciaram problemas de abuso de poder de acionistas controladores. Após um diagnóstico mais detalhado do mercado de capitais nacional e da necessidade de transformações, os agentes que atuam no mercado de capitais passaram a refletir sobre a necessidade de rever o modelo do mercado nacional.

Observou-se, no capítulo 3, que o mercado de capitais no Brasil historicamente apresentava baixa capitalização na bolsa, concentração nos negócios em poucas empresas, baixo volume de recursos em bolsa, baixa liquidez de muitas companhias, poucas emissões primárias de ações e fraca legislação de proteção aos acionistas minoritários e credores.

A estabilidade econômica conquistada após a implementação do Plano Real, com redução gradativa das taxas de juros domésticas, ainda que em patamares elevados em nível mundial, com melhora nos fundamentos macroeconômicos, principalmente o controle da inflação, permitiu maior reflexão em torno da importância e do papel do mercado de capitais nacional. Neste cenário, conforme abordou-se, a Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA, juntamente com instituições públicas e privadas ligadas ao mercado de capitais, passaram a adotar ações no sentido de promover o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Devido à influência positiva que a boa governança tende a exercer para o desenvolvimento do mercado de capitais e a maior dificuldade de promover reformas legislativas mais profundas, os agentes do mercado passaram a ocupar o espaço da

autorregulação, modernizando os sistemas de negociação e intermediação dos negócios no mercado de capitais brasileiro. Por outro lado, algumas ações dos poderes executivo e legislativo ajudaram a remover obstáculos importantes ao funcionamento eficiente dos mercados, facilitando a captação da poupança e, muito importante, apesar de ainda ser praticada uma carga tributária relativamente elevada, procura-se organizar sua aplicação de forma mais racional.

Com a intenção de encaminhar um processo de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA implantou, em dezembro de 2000, os segmentos especiais de listagem com o Novo Mercado e os níveis diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1 e Nível 2). Estes segmentos especiais de listagem foram desenvolvidos com o intuito de proporcionar um ambiente de negócios que estimulasse ao mesmo tempo o interesse dos investidores e desse maior transparência às empresas, que, no fim, resultaria em valorização das companhias e maior retorno aos acionistas.

Com a implementação do Novo Mercado, as empresas passaram a aderir gradativamente a cada nível com o compromisso de adotar práticas responsáveis de gestão, com informações mais transparentes, o que oferece maior confiabilidade ao mercado e atrai investidores. A partir do início dos anos 2000, conforme observou-se no capítulo 3, houve significativa evolução do mercado de capitais brasileiro.

Verificou-se que houve aumento do número e do volume de emissões de ações, tanto primárias quanto secundárias, inclusive com crescimento relevante de aberturas de capital de novas empresas em bolsa (IPO) com adesão ao Novo Mercado. Elevaram-se consideravelmente o valor e o número de emissões de debêntures. Cresceu o volume negociado na BM&FBOVESPA, com melhora considerável na liquidez do mercado. É importante destacar a valorização das ações em bolsa refletidas na performance dos índices Ibovespa e IGC, e o valor de mercado das companhias negociadas em bolsa atingiu 95,38% do PIB em dezembro de 2007 (Tabela 4). Houve também crescimento da participação de pessoas físicas, de investidores institucionais e estrangeiros, refletindo maior credibilidade ao mercado de capitais que ganhou importância como mecanismo de alocação de recursos para investidores.

Essa evolução recente do mercado de capitais brasileiro foi impulsionada pelo cenário econômico favorável. No fronte internacional, houve crescimento econômico com elevada liquidez, o que permitiu o ingresso de recursos externos, tanto para investimentos em portfólio (bolsa, fundos, títulos) como para emissões de ações em que os estrangeiros

participaram comprando mais de 60% das emissões no período de 2005 a 2007 (Tabela 3), o que ajudou na valorização das ações negociadas na BM&FBOVESPA.

Internamente cabe destacar os bons fundamentos da economia brasileira. A estabilidade com a adoção de regime de metas de inflação, câmbio flutuante, política fiscal responsável, com destaque para a dívida líquida consolidada do setor público em níveis controlados, representando 38,42% do PIB em abril de 2009, permitiram a redução gradual das taxas de juros. Adicionalmente, a valorização dos preços das *commodities* no mercado internacional favoreceu o crescimento das exportações brasileiras e proporcionou um superávit comercial considerável, fato que possibilitou aproveitar a excelente conjuntura externa para promover a formação de um colchão robusto de reservas internacionais para o país devido ao ingresso significativo de divisas.

Conforme abordou-se, a adoção de medidas de autorregulação do mercado com destaque para a implementação do Novo Mercado da BM&FBOVESPA e do cenário macroeconômico propício nos últimos anos foram fundamentais para o desenvolvimento recente do mercado de capitais brasileiro. A Crise Financeira mundial iniciada nos EUA influenciou negativamente o mercado, não somente o do Brasil, mas do mundo todo, principalmente, devido aos problemas de solvência em grandes instituições financeiras internacionais que ocasionaram uma retração do crédito, inclusive internamente, que mesmo em cenário adverso atingiu 41,30% do PIB ao final de 2008 (gráfico 12). O Brasil demonstrou que está com um sistema financeiro sólido e bem regulado e atravessou o momento mais difícil da crise, de certa forma, confortável.

Passado, talvez o período mais crítico da crise, o mercado de capitais doméstico demonstra certa maturidade, pois está estruturado e regulado a ponto de suportar situações adversas e galgar posições de destaque para aproveitar as oportunidades. A partir de meados do primeiro semestre de 2009 já se observou um retorno de recursos estrangeiros para alocação em ações no mercado de capitais brasileiro; até junho de 2009 ingressaram mais de R\$ 11 bilhões na bolsa de valores.

Em matéria publicada no *Jornal Valor Econômico* em 19, 20 e 21 de junho de 2009, Valenti e Fregoni abordam que, passado o período mais difícil da crise, o mercado de capitais brasileiro reabre-se para ofertas de ações e emissões de papéis por companhias já listadas na bolsa. As autoras destacam que esse modelo de venda de ações está crescendo no mercado brasileiro e permitindo que controladores definidos vendam parte de suas ações fazendo com que as empresas fiquem com uma estrutura de capital mais pulverizada. Mesmo que essas operações venham ocorrendo gradativamente, são passos muito importantes no caminho de

desenvolvimento do mercado de capitais nacional, pois tendem a gerar mais liquidez e estimular a melhor circulação de informações no mercado, e as gestões das empresas passam a ser profissionalizadas, o que é positivo para o mercado de capitais.

Observou-se que a implementação do Novo Mercado e dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, juntamente com os fundamentos macroeconômicos domésticos sólidos e o cenário econômico favorável possibilitaram um salto de patamar para o mercado de capitais brasileiro. Entende-se que reformulações e adaptações do Novo Mercado, após um período de relativa maturidade, se fazem necessárias para que distorções sejam corrigidas, e se continue no caminho de sucesso conquistado até aqui.

Julga-se que o mercado de capitais brasileiro precisa evoluir e reduzir, por exemplo, a concentração dos negócios em bolsa, já que hoje cerca de 70% do volume se concentra entre as 20 maiores companhias (Tabela 10). Ainda se tem elevada volatilidade dos principais índices de ações da BM&FBOVESPA em relação a outros mercados.

O mais importante é que o mercado de capitais no Brasil evoluiu após a adoção de boas práticas de governança. A educação financeira ganhou espaço no mercado, com maior esclarecimento aos investidores, que também possuem maiores opções de investimento. Melhorou-se consideravelmente o nível de informação e de transparência com a adoção de novos e melhores padrões contábeis para as empresas e houve avanços na legislação e regulação. Com o Novo Mercado e a reforma da Lei das Sociedades Anônimas, os acionistas minoritários passaram a ter tratamento mais respeitoso, o que oferece maior confiança aos agentes e atrai mais pessoas interessadas em investir no mercado de capitais.

As empresas brasileiras estão, cada vez mais, se internacionalizando, buscando novos mercados e, como consequência aprimorando suas gestões e melhorando resultados. Sabe-se que investimentos em ações possuem riscos, mas se estes forem bem dimensionados, proporcionam retornos adequados.

Para concluir, entende-se que a evolução recente do mercado de capitais nacional foi possível devido à conjunção de fatores positivos; tanto a melhora nos fundamentos econômicos, com cenário propício, quanto a implementação do Novo Mercado da BM&FBOVESPA. Sabe-se que se precisa superar alguns obstáculos que ainda impedem um maior desenvolvimento do mercado, mas, com certeza, o mercado de capitais brasileiro está em um nível superior e vem demonstrando que não é apenas para ser utilizado como meio de especulação financeira, e sim como uma forma de financiar investimentos para o setor

produtivo e gerar empregos. Enfim, o mercado de capitais pode e deve contribuir de maneira consistente para o crescimento econômico.

REFERÊNCIAS

ACIONISTA. Disponível em: <<http://www.acionista.com.br>> Acesso em: 25 mar. 2009.

_____. Disponível em:

< http://www.acionista.com.br/governanca/cotacoes_nm_1_2_2001.htm > (2001). Acesso em 20 abr. 2009.

_____. Disponível em:

< http://www.acionista.com.br/governanca/cotacoes_nm_1_2.02.htm > (2002). Acesso em 20 abr. 2009.

_____. Disponível em:

< http://www.acionista.com.br/governanca/cotacoes_nm_2003.htm > (2003). Acesso em 20 abr. 2009.

_____. Disponível em:

< http://www.acionista.com.br/governanca/cotacoes_nm_2004.htm > (2004). Acesso em 20 abr. 2009.

_____. Disponível em:

< http://www.acionista.com.br/governanca/cotacoes_2005.htm > (2005). Acesso em 20 abr. 2009.

_____. Disponível em:

< http://www.acionista.com.br/governanca/cotacoes_2006_final.htm > (2006). Acesso em 20 abr. 2009.

_____. Disponível em:

< http://www.acionista.com.br/governanca/cotacoes_2007_final.htm > (2007). Acesso em 20 abr. 2009.

_____. Disponível em:

< http://www.acionista.com.br/governanca/cotacoes_2008_final.htm > (2008) Acesso em 20 abr. 2009.

ADACHI, Vanessa; VALENTI, Graziella. Novo mercado repaginado. **Revista Valor Investe** São Paulo, v. 6, n. 27, abr. 2009.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DE MERCADO ABERTO. **ANDIMA**. Disponível em: <<http://andima.com.br>>.

_____. Disponível em: < <http://www.andima.com.br/bda/banco-dados.asp#>> Acessos em: 21 abr. 2009; 09 jun. 2009.

BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em <<http://bcb.gov.br>>.

_____. Disponível em:
<<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>> Acessos em: 21 abr. 2009; 22 abr. 2009; 13 mai. 2009; 09 jun. 2009;

BEIM, David O.; CALOMIRIS, Charles W. **Emerging financial markets**. New York: McGraw-Hill, 2001.

BELOTTO, Alessandra; LUCA, Lea de. Debêntures: crescem ofertas para investimentos. **Gazeta Mercantil**. São Paulo, p. B1, 6 nov. 2006.

BELOTTO, Alessandra; LUCA, Lea de; REBOUÇAS, Lucia. Emissões locais batem recorde. **Gazeta Mercantil**. São Paulo, p. B1, 6 nov. 2006.

BESANKO, David et al. **A economia da estratégia**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Boletim Informativo Bovespa**. v. 7, n. 114, jan. 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/BoletimInformativo114.pdf>>. Acesso em: 15 jan. 2008.

_____. **BOVESPA** Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>.

BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS. **BM&FBOVESPA**. Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br>. <<http://www.bmfbovespa.com.br/portugues/historia.asp>>. Acesso em: 3 mar. 2009.

_____. Disponível em:

<<http://www.bmfbovespa.com.br/shared/IframeHotSiteBarraCanal.aspx?altura=900&idioma=pt-br&url=www.bmfbovespa.com.br/informe/default.asp>>

Acessos em: 06 abr. 2009; 22 abr. 2009; 13 mai. 2009; 03 jun. 2009; 09 jun. 2009;

_____. Disponível em: < <http://www.bmfbovespa.com.br/capitalizacao-bursatil/ResumoBursatilHistorico.aspx?idioma=pt-br> > Acesso em 13 mai. 2009.

BRANDÃO, Mônica Mansur. Governança corporativa: como ela pode afetar o custo de capital. **Revista Relações com Investidores**, Rio de Janeiro, n. 119, p. 44-45, fev. 2008.

BRASIL tempo de crescer. São Paulo: Lazuli, 2005.

Broadcast Agência Estado: Disponível em:

<http://www.ae.com.br/institucional/pag_mercado_financeiro.php> Acesso restrito em: 13 mai. 2009.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 1, jan./mar. 2003. Disponível em:

<<http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/v10n1art4.pdf>>. Acesso em: 7 dez. 2007.

CAMPOS, Eduardo; PAVINI, Ângelo. Invasão estrangeira. **Jornal Valor Econômico**, São Paulo, 18 maio 2009.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando J. et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

CARKOVIC, Maria; LEVINE, Ross. **Does foreign direct investment accelerate economic growth**. University of Minnesota Department of Finance Working Paper. June 2002.

Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=314924>. Acesso em: 23 jan. 2009.

CARVALHO, Antônio Gledson de. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil: a experiência dos anos 90. **Economia Aplicada**, v. 4, n. 3, p. 595-632, jul./set. 2000.

Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1147765>. Acesso em: 28 jan. 2008.

CARVALHO, Antônio Gledson de. **Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa**. Estudo Elaborado para a Bovespa em janeiro de 2003. Disponível em:

<<http://www.bovespa.com.br/pdf/uspniveis.pdf>>. Acesso em: 13 dez. 2007.

CARVALHO, Antônio Gledson de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002. Disponível em: <<http://www.rausp.usp.br/download.asp?file=V370319.pdf>>. Acesso em: 4 maio 2008.

CASAGRANDE NETO, Humberto; CINTRA NETO, Manoel Felix; MAGLIANO FILHO, Raymundo. **Mercado de capitais a saída para o crescimento**. São Paulo: Lazuli, 2002.
CASTRO, Antonio Duarte Carvalho de. Mercado de Capitais: Volatilidade versus Estabilidade. In: ROCCA, Carlos Antonio (Org.) **Revolução no mercado de capitais do Brasil: o crescimento recente é sustentável?** Rio de Janeiro: Campus, 2008.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de capitais: o que é e como funciona**. 6. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

CMA- Consultoria, Métodos, Assessoria e Mercantil S/A. Disponível em: <<http://www.cma.com.br/mercadofinanceiro.asp>> Acesso restrito em: 06 mai. 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **CMV**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em: 06 abr. 2009.

_____. [Portal do investidor]. Disponível em: <www.portaldoinvestidor.gov.br>. Acesso em: 7 dez. 2007

COSTA, Roberto Teixeira da. Sustentabilidade e governança corporativa. **Revista Relações com Investidores**, Rio de Janeiro, n. 117, p. 6-8, nov. 2007.

DOMINGOS, Marcelo. Como a governança corporativa pode reduzir riscos para os investidores? **Revista Relações com Investidores**, Rio de Janeiro, n. 116, p. 44-45, out. 2007.

_____. Por que a governança corporativa interessa aos investidores e às empresas? **Revista Relações com Investidores**, Rio de Janeiro, n. 114, p. 49-50, ago. 2007.

Economática Assessoria Financeira. Disponível em: <http://www.economatica.com/pt/base_dados.html> Acessos restritos em 13 mai. 2009; 09 jun. 2009;

ESTEVES, Paulo. O desafio do valuation para as novas companhias abertas. **Revista Relações com Investidores**, Rio de Janeiro, n. 114, p. 38-39, ago. 2007.

_____. O investidor veste prada. **Revista Relações com Investidores**, Rio de Janeiro, n. 116, p. 18-19, out. 2007.

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

GORDON, Robert J. **Macroeconomia**. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

GREMAUD, Amaury P. et al. **Formação econômica do Brasil**. São Paulo: Atlas, 1997.

GREMAUD, Amaury P.; VASCONCELLOS, Marco Antonio S. de; TONETO JÚNIOR, Rudinei. **Economia brasileira contemporânea**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

INFOMONEY. Disponível em: <www.infomoney.com.br>.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **IBGE**. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/series_estatisticas/exibedados.php?idnivel=BR&idserie=SCN01> Acesso em 21 abr. 2009; 13 mai. 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **IBGC. Código das melhores práticas de governança corporativa**. 3. ed. 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>> Acesso em: 12 nov. 2008.

_____. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2>>. Acesso em: 6 jan. 2008.

IPEADATA. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=646841809&Tick=1259330011437&VAR_FUNCAO=Ser_Hist%28127%29&Mod=M> Acessos em 21 abr. 2009; 22 abr. 2009.

J.P.MORGAN. Disponível em: <<http://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan/investbk/solutions/research/EMBI>> Acesso em 16 mai. 2009.

LA PORTA, Rafael et al. **Investor protection and corporate governance**. June, 1999. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=183908>. Acesso em: 29 jan. 2009.

_____. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, dec. 1998. Disponível em:

<<http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/rafael.laporta/publications/LaPorta%20PDF%20Papers-ALL/Law%20and%20Finance-All/Law%20and%20Finance.pdf>>. Acesso em: 11 ago. 2008.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei. What works in securities laws? **The Journal of Finance**, v. 61, feb. 2006. Disponível em:

<http://www.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/files/securities_jof.pdf>. Acesso em: 3 set. 2008.

LACERDA, Guilherme Narciso de. Mercado de capitais: avanços, aprimoramento (a visão dos investidores institucionais). In: ROCCA, Carlos Antonio (Org.). **Revolução no mercado de capitais do Brasil: o crescimento recente é sustentável?** Rio de Janeiro: Campus, 2008.

LEVINE, Ross. **Financial development and economic growth. views and agenda**. 30 nov. 1999. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=604955>. Acesso em 23 jan. 2009.

LEVINE, Ross; ZERVOS, Sara. **Stock markets, banks and economic growth**. dec. 1996. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=60141>. Acesso em: 23 jan. 2009.

MACRODADOS ONLINE. Disponível em: < <http://www.macrodadosonline.com.br/>> Acesso restrito em: 16 mai. 2009.

MANKIW, N. Gregory. **Introdução à economia**. São Paulo: Thomson Learning, 2006.

MILES, David; SCOTT, Andrew. **Macroeconomia: compreendendo a riqueza das nações**. São Paulo: Saraiva, 2005.

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

MONFORTE, José Guimarães. Mercado de capitais e governança corporativa. **Valor Econômico**, 8 set. 2004. Disponível em:

<<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=994&IDp=334->>. Acesso em: 7 dez. 2007.

MONFORTE, José Guimarães. O mercado de capitais brasileiro visto por um emissor. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. **Corporate governance**. 2nd United States: Blackwell, 2001.

NÓBREGA, Maílson da. A importância de um regime especial de tributação para o mercado de capitais. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

NÓBREGA, Maílson da. et al. **O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil**. Bovespa, maio 2000. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/relatorio2.pdf>>. Acesso em: 13 dez. 2007.

NOVAES, Ana. Mercado de Capitais: lições da experiência internacional. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

NYE JR, Joseph S.; DONAHUE, John D. **Governance in a globalizing world**. Cambridge: Visions of Governance for the 21st Century, 2000.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Principles of corporate governance**: 2004. Disponível em:

<<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>. Acesso em: 9 jan. 2008.

PASTORE, Afonso Celso. O Brasil e a turbulência financeira internacional: o que fazer? In: ROCCA, Carlos Antonio (Org.). **Revolução no mercado de capitais do Brasil: o crescimento recente é sustentável?** Rio de Janeiro: Campus, 2008.

PAVINI, Ângelo. O valor da transparência. **Jornal Valor Econômico**, São Paulo, 13 mar. 2008.

PAVINI, Ângelo; CAMPOS, Eduardo. Invasão estrangeira. **Jornal Valor Econômico**, São Paulo, 18 maio 2009.

PINDYCK, Robert; RUBINFELD, Daniel L. **Microeconomia**. 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006.

PINHEIRO, Armando Castelar. Mercado de capitais e crescimento econômico: em direção a uma agenda de reformas. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007b.

RABELO, Sérgio Soares Teixeira et al. Performance das melhores práticas de governança corporativa no Brasil: um estudo de carteiras. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. [Anais...] Disponível em: <<http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/enanpad7.pdf>>. Acesso em: 23 abr. 2008.

RESENDE, Luiz Fernando; MACEDO, Mara Limonge. A destinação dos recursos: obstáculos, propostas (a visão daqueles que se financiam no mercado de capitais). In: ROCCA, Carlos Antonio (Org.). **Revolução no mercado de capitais do Brasil: o crescimento recente é sustentável?** Rio de Janeiro: Campus, 2008.

ROCCA, Carlos Antonio. A sustentabilidade do mercado de capitais e a recente turbulência internacional. In: ROCCA, Carlos Antonio (Org.). **Revolução no mercado de capitais do Brasil: o crescimento recente é sustentável?** Rio de Janeiro: Campus, 2008.

_____. **Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro**. 2. ed. Rio de Janeiro: José Olympio, 2002.

ROGERS, Pablo. **Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil**. 2006. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Gestão e Negócios, Universidade Federal de Uberlândia. Uberlândia, 2006. Disponível em: <<http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/dissrogers.pdf>>. Acesso em: 23 abr. 2008.

ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa; SECURATO, José Roberto. Governança corporativa e limites para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional: análise do risco Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 28., 2004, Curitiba. **Anais ...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2004. Disponível em: <<http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/enanpad1.pdf>>. Acesso em: 7 dez. 2007.

_____. Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30. 2006, Salvador. **Anais...** Disponível em: <<http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/enanpad5.pdf>>. Acesso em 23 abr. 2008.

ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa; SOUSA, Almir Ferreira de. Determinantes macroeconômicos da governança corporativa no Brasil. In: XXIX

ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 29. 2005, Brasília. **Anais ...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2005a. Disponível em: <<http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/ebf1.pdf>>. Acesso em: 23 abr. 2008.

_____. Variáveis influenciadoras da governança corporativa no Brasil: análise comparativa do IGC e do Ibovespa. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5., 2005b, São Paulo. **Anais...** Disponível em: <<http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/ebf1.pdf>>. Acesso em: 23 abr. 2008.

SILVA JÚNIOR, Altamiro. Debêntures voltam a decolar. **Jornal Valor Econômico**, São Paulo, 27 maio 2009.

SILVEIRA, Luiz. Como organizar os negócios com a governança corporativa. **Jornal Gazeta Mercantil**, São Paulo, 17 dez. 2008.

TEIXEIRA, Nilson. O mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

TOSTA DE SÁ, Thomas. Mercado de capitais brasileiro no caminho certo do desenvolvimento. **Revista Relações com Investidores**, Rio de Janeiro, n. 102, p. 6-8, ago. 2006.

VALENTI, Graziella; FREGONI, Silvia. A caminho da pulverização. **Jornal Valor Econômico**, São Paulo, n. 19, 20-21 jun. 2009.

VIEIRA, Catherine; VALENTI, Graziella. Mais fiscais dos minoritários. **Jornal Valor Econômico**, São Paulo, 28 maio 2009.

VIEIRA, Edson Roberto; CORRÊA, Vanessa Petrelli. Mercado de capitais e governança corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes. In: VII ENCONTRO REGIONAL DE ECONOMIA, 8., 2002, Fortaleza. [**Anais...**] Disponível em: <www.bnb.gov.br/content/aplicacao/ETENE/Anais/docs/mercado-de-capitais.pdf>. Acesso em: 07 dez. 2007.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira; Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, dez. 2004. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev2205.pdf>>. Acesso em: 28 jan. 2009.