

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**UMA INVESTIGAÇÃO SOBRE O MERCADO
BRASILEIRO DE CAPITAIS**

LEONARDO DONATI PIGNATARI VILELA GUERRA
matrícula nº: 111331871

ORIENTADORA: Professora Margarida Sarmiento Gutierrez

ABRIL 2019

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**UMA INVESTIGAÇÃO SOBRE O MERCADO
BRASILEIRO DE CAPITAIS**

LEONARDO DONATI PIGNATARI VILELA GUERRA
matrícula nº: 111331871

ORIENTADORA: Professora Margarida Sarmiento Gutierrez

ABRIL 2019

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor.

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho a todas e todos que participaram, mesmo que de forma indireta, do meu processo de formação como bacharel em ciências econômicas, como cidadão e como pessoa. Algumas delas são: os meus pais, Adriana Donati Pignatari Vilela Guerra e Mauricio Vilela Guerra que trabalharam muito para me educar e me dar a oportunidade de estudar em escolas de qualidade a vida toda, fato decisivo para que eu conseguisse ingressar no curso de ciências econômicas na Universidade Federal do Rio de Janeiro; a minha irmã, Roberta Donati Pignatari Vilela Guerra, companheira pra vida toda, tanto me ensinou e tanto me ensinará, sempre com uma leveza no jeito de levar a vida; a Moema dos Santos Fonseca, companheira, namorada e responsável por me ajudar a levar meus dias de forma mais serena, me fez ressignificar o valor do trabalho e do esforço diário que é viver em uma cidade como o Rio de Janeiro, além de me ajudar a ver as coisas por uma ótica que eu nunca veria se não fosse por ela; Ao Rafael Bayeh Mansur, Mariana Vantine Villela, Julia Soihet e Thadeu Pinto, quatro preciosidades que tive a sorte de conhecer na faculdade cada um contribuindo de um jeito. Rafael com a amizade e a companhia em momentos difíceis da graduação como as aulas de estatística II e econometria; Julia, além de ter sido namorada, foi amiga e me ajudou com sua boa vontade a passar em cálculo I, também foi quem permitiu a conquista do meu primeiro emprego; Mariana, me ensinou que só a luta muda a vida, sempre divertida e feliz mesmo diante das dificuldades as quais os jovens deste país estão submetidos, foi por ela que consegui meu primeiro estágio, na CVM, e sem ele nunca teria chegado onde cheguei; O Thadeu agradeço pelo companheirismo em tantas matérias que cursamos juntos, sempre solícito, singelo e bom de papo; agradeço também ao Rodrigo Canto Corbelli, um visionário, ser abençoado e amigo de infância que será levado para a vida toda, com sua inteligência e boa vontade me ajudou em praticamente todas as matérias quantitativas que cursei ao longo da faculdade. Agradeço a Maria Cristina Garcia e a Elena Soihet, pela oportunidade de trabalhar na Fundação Real Grandeza, empresa que estou agora e me ensinou muito além de ter sido essencial para a realização deste trabalho; agradeço a minha avó, Teresinha Donati Pignatari Ribeiro, sempre doce e disposta a me dar muito amor além de acreditar em mim. Prometeu ficar um ano sem comer chocolate se eu, neto dela, passasse na faculdade de economia da UFRJ, e assim foi. Por fim, agradeço a minha orientadora Margarida Gutierrez, professora que, desde meu primeiro período na faculdade, quando lecionava Macroeconomia 0, me fez sentir gosto pelas ciências econômicas e agora me deu todo o apoio para a execução deste trabalho.

Quero ressaltar que o sentimento que sinto por cada uma das pessoas aqui citadas é gratidão e amor e os levarei comigo até o fim da minha vida. Também não posso deixar de mencionar o privilégio que foi ingressar em uma universidade como a UFRJ, ambiente tão plural onde o conhecimento e as ideias fervilham, prometo fazer por onde para retribuir isso de alguma maneira a sociedade brasileira que foi a grande responsável por financiar meus estudos e minha formação. Obrigado a todos!

RESUMO

Este trabalho se propõe apresentar o mercado de capitais, seu funcionamento e suas especificidades no Brasil, com enfoque no mercado acionário. A tomada de decisão das empresas será estudada e serão expostos os motivos que as levam a abrir capital em detrimento de outras formas de financiamento. Por fim, o comportamento do mercado de capitais será correlacionado com fatores macroeconômicos via utilização de instrumentos estatísticos de análise e serão traçados panoramas sobre o mercado de capitais brasileiro e sua configuração na atualidade.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	8
METODOLOGIA.....	9
EMBASAMENTO TEÓRICO.....	10
CAPÍTULO I – O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	12
I.1 – Onde ocorrem as negociações.....	12
I.2 – Perfil das empresas que abrem capital.....	13
I.3 – Capital próprio vs. Capital de terceiros.....	14
I.4 – Comparação entre ações e obrigações.....	16
I.5 – Vantagens e desvantagens da abertura de capital.....	18
I.6 – Governança.....	22
I.7 – Panorama histórico e legislação pertinente.....	23
CAPÍTULO II – FATORES ECONÔMICOS.....	32
II.1 – Coeficiente de correlação de postos de Spearman.....	34
II.2 – Evolução do produto interno bruto.....	35
II.3 – Evolução de taxa de juros.....	40
II.4 – Entrada de capital estrangeiro.....	42
II.5 – O tamanho do mercado de capitais brasileiro.....	45

II.6 – Interpretação de dados e perspectivas sobre o mercado brasileiro de capitais.....	47
CONCLUSÃO.....	53
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	55

INTRODUÇÃO

A história do mercado de capitais no Brasil não é recente, a primeira oferta pública de ações feita no país data de 1809, quando o recém-criado Banco do Brasil emitiu ações no mercado em um contexto de abertura econômica que sucedeu a chegada da família real à nova capital do império português, o Rio de Janeiro. Desde então, muito mudou e diversas empresas que atuam no Brasil buscaram este mercado como fonte de financiamento às suas atividades. O objetivo deste trabalho monográfico é apresentar especificidades do mercado de capitais brasileiro, com enfoque no mercado de ações e estudar os fatores que levam as empresas a optarem por esta forma de captação de recursos em detrimento de outras. Adicionalmente, serão estudados aspectos econômicos que podem incentivar, ou não, a ocorrência das ofertas públicas de ações e suas consequências para a economia como um todo

Analisar os propósitos do mercado de capitais, dos investidores e das empresas interessadas em acessá-lo é essencial para compreender o que está por trás de um lançamento de ações em bolsa e isso tomará a primeira parte deste trabalho. As especificidades existentes no Brasil também serão expostas e fatores como a estabilidade econômica, mudanças regulatórias e dificuldades de financiamento, que tem sido balizadoras do crescimento do mercado de capitais, serão abordadas.

Dito isso, de início é necessário que se defina o mercado de capitais. Segundo Robert Webb e Sanjukta Brahma (2013), o mercado de capitais trata-se de um ambiente no qual empresas dos setores público e privado irão transacionar direitos financeiros de médio e longo prazo com base na produção futura. Isto é, basicamente empresas em busca de financiamento para suas atividades produtivas irão recorrer a este mercado para fazê-lo.

No capitalismo é recorrente que empresas sejam criadas e, à medida que obtém competitividade diante das concorrentes, tornam-se capazes de conquistar fatias cada vez maiores do mercado. Casos de empresas que não possuem concorrentes e conseguem entrar no

mercado por oferecerem algum produto ou serviço inovador e sem bens substitutos¹ disponíveis, também existem. O fato é que em ambos os casos citados, para que haja um crescimento sustentável da firma, a demanda por seus produtos e serviços deve ser suprida. Para fazê-lo é necessário que haja um aumento na produção que, por sua vez, demandará mais investimentos. O cerne da análise a ser feita neste trabalho é o fato de que o capital utilizado para promover esse aumento dos investimentos pode ser obtido através do lançamento de ações em mercado pelas empresas, desta maneira garantindo a continuidade do seu crescimento.

Por fim, é importante ressaltar que existem muitos *trade-offs*² envolvidos na escolha da melhor forma de financiamento. Para além do objetivo de investir, também é possível que empresas busquem se financiar para honrar compromissos já estabelecidos com terceiros, para o pagamento de dívidas ou de fornecedores. Esses fatores não podem ser deixados de lado na análise a ser feita pela empresa para encontrar a melhor forma de obter capital com o objetivo de atender as suas necessidades e garantir seu crescimento sustentável. Ao longo deste trabalho algumas dessas questões serão discutidas com mais profundidade e serão expostos os prós e contras do lançamento de ações em mercado buscando dar exemplos concretos no mercado brasileiro de capitais.

METODOLOGIA

A metodologia utilizada para a elaboração deste trabalho foi a revisão bibliográfica encontrada a respeito do assunto, além do levantamento de dados econômicos disponíveis ao público que permitam atestar alguma relação, mesmo que indireta, entre a tomada de decisão do lançamento de ações no mercado brasileiro e algumas variáveis econômicas. É importante ressaltar que foram utilizados trabalhos acadêmicos, artigos e estudos que apontam para a

¹ Bens Substitutos: São bens que apresentam a função utilidade: $U(X1, X2) = X1 + X2$. Em outras palavras, são bens que podem ser substituídos entre si e que darão a mesma satisfação, ou utilidade, ao consumidor.

² *Trade-offs*: Segundo o livro “Introdução à economia. Princípios de Micro e Macroeconomia” de MANKIW, Nicholas Gregory (2001) publicado pela Editora campus o conceito de *Trade-off* significa: Situações de conflito, em que a escolha de uma coisa implica em não ter ou fazer a outra, gerando as vezes um problema ao se colocar em prática uma determinada solução.

existência de correlações consistentes entre o lançamento de ações em mercado por parte das empresas e algumas variáveis econômicas como o crescimento do produto interno bruto (PIB), a taxa de juros e a entrada de capital estrangeiro, porém este trabalho não tem como objetivo desvendar a exata influência desses fatores citados no mercado brasileiro de capitais. Os dados e informações coletados buscam apenas estabelecer correlações e esmiuçar os mecanismos de transmissão entre a economia do Brasil e o comportamento do seu mercado acionário.

Muitas das informações contidas neste trabalho foram coletadas a partir da pesquisa de artigos na *internet* com o auxílio do recurso Google acadêmico, leitura de livros disponíveis na biblioteca da Fundação Real Grandeza³, bem como pesquisas realizadas nos sites de órgãos nacionais e internacionais de importância reconhecida. Na seção que aborda o histórico e a legislação pertinente o levantamento de informações sobre o mercado financeiro no Brasil foi feito a partir de dados disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), do Banco Central do Brasil e de artigos acadêmicos de economistas renomados. Por fim, as questões que dizem respeito à governança foram extraídas em sua maioria de artigos acadêmicos encontrados na *internet* e na biblioteca do instituto de economia da UFRJ.

EMBASAMENTO TEÓRICO

A abertura de capital pela ótica da empresa, segundo CASAGRANDE (2000), está intimamente ligada as suas decisões de investimento e financiamento. As decisões de investimento são aquelas que determinam o risco empresarial de uma firma, ao passo que as decisões de financiamento ditam seu risco financeiro, que pode resultar em lucro ou até mesmo insolvência da mesma. Fica nas mãos do gestor ou administrador da companhia equacionar uma espécie de estrutura “ótima” que equilibre a rentabilidade e o risco, e, como foi mencionado na Introdução, é este *trade-off* que permeará quaisquer decisões de investimento e abertura de capital das empresas.

Pela ótica de mercado é importante ter em mente que as empresas abrem capital por uma necessidade de financiamento que estará atrelada a capacidade dela de ofertar bens e serviços em detrimento da demanda existente na economia. Dessa forma, podemos enxergar ou ao

³ Fundação de Previdência complementar dos funcionários de Furnas e Eletronuclear criada em 1971.

menos vislumbrar que existe uma conexão entre o crescimento econômico e a abertura de capital de empresas. É de se esperar que em épocas de demanda mais aquecida as empresas tenderão a ter maior necessidade de investir para aumentar sua produção, que por sua vez, demandará capital. De maneira análoga, nos ciclos econômicos virtuosos os investidores terão maior disponibilidade de recursos e maior propensão em alocá-los na compra de ações de novas companhias. Assim, o lançamento de ações em mercado está estritamente ligado aos ciclos econômicos que qualquer economia pode experimentar.

CAPÍTULO I – O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

I.1- ONDE OCORREM AS NEGOCIAÇÕES

Conforme fora mencionado anteriormente o mercado de capitais pode ser brevemente definido como o local de transação de direitos financeiros das empresas. No caso do Brasil, o local onde ocorrem tais transações atualmente é na Bolsa de Valores de São Paulo⁴. As operações são todas feitas via pregão eletrônico, portanto, não é necessário que os agentes envolvidos nos negócios estejam fisicamente presentes.

É possível dividir o mercado de capitais em dois: o mercado primário e o mercado secundário. O primário é aquele onde as empresas irão disponibilizar suas ações ou dívidas para que qualquer pessoa, física ou jurídica, as compre pela primeira vez. Portanto, se uma empresa deseja abrir seu capital e realizar uma oferta pública de ações recorrerá ao mercado primário e o produto da venda da emissão irá diretamente para a empresa emitente.

Já o mercado secundário é onde os títulos já emitidos no mercado primário são renegociados. Ele tem extrema importância no mercado de capitais, pois garante liquidez ao sistema permitindo que adquirentes de títulos no mercado primário possam

dê-los. Caso contrário, todos os títulos emitidos por empresas no mercado primário não poderiam ser revendidos, fazendo com que seus compradores tivessem que carregá-los eternamente ou até seus prazos de vencimento. Deste modo, o produto da venda das ações no mercado secundário será destinado a qualquer pessoa ou entidade que decida vendê-lo. Nele também é possível que a empresa emitente, caso queira, realize a recompra de suas ações em mercado.

É importante destacar que no caso do Brasil, as negociações, tanto do mercado primário quanto no e secundário, até 2002, também ocorriam na Bolsa de valores do Rio de Janeiro. Posteriormente, na sessão I.7 deste trabalho, será exposto com mais detalhes o processo que levou a perda de importância da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e que culminou na

⁴ Também conhecida como BM&FBovespa, recentemente teve seu nome modificado para B3.

incorporação de suas atividades pela Bolsa de Valores de São Paulo, atualmente denominada B3.

I.2- PERFIL DAS EMPRESAS QUE ABREM CAPITAL

Segundo PAGANO; PANETTA e ZINGALES (1998), em uma empresa nova e ainda pequena, a insuficiência de caixa para ser destinado ao investimento e a dificuldade de acesso ao mercado de capitais pode tornar o empréstimo bancário o caminho mais fácil para seu financiamento, que por sua vez, vai lhe custar o pagamento das parcelas acrescidas de juros. Neste caso, a empresa estaria recorrendo ao mercado monetário para se financiar. Já no caso de empresas maiores e já estabelecidas, o problema de financiamento também existe, porém, pelo fato de serem empresas mais maduras e com estruturas maiores e robustas, o caminho para o acesso ao mercado de capitais é mais curto, além do fato de que as possibilidades para combinações de estruturas de capital diferentes também é maior o que permite mais dinamismo entre os fluxos do ativo e do passivo abrindo espaço para que se tenha um fluxo de caixa menos engessado.

Para as firmas maiores e com estruturas organizacionais e de gestão mais consolidadas, não só as necessidades de financiamento tendem a ser maiores, como também sua capacidade de honrar com os compromissos a serem assumidos ao abrir capital. A começar pela necessidade de criação de um departamento de relação com os investidores, que se torna imprescindível, já que neste momento a empresa passa a ser de todos seus acionistas, sendo necessário prestar os esclarecimentos que venham a ser requeridos por qualquer um. A transparência e prestação de contas à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) também passam a ser obrigatórias, além da contratação de escritório de auditoria externa para auditar as contas e balanços da empresa; o pagamento de taxas à CVM; custos com bancos de investimento que farão o lançamento das ações em mercado, e, por fim, custos com consultorias financeiras responsáveis por dar o auxílio necessário ao processo de lançamento das ações.

Segundo Lima (2006) o maior grau de evidenciação que é dado as firmas que abrem capital, também conhecido como “*Disclosure*”, acaba servindo como um redutor de custos de capitação de recursos de terceiros. Em outras palavras, quando uma empresa abre capital e se adequa a

todas as exigências impostas pela legislação no que diz respeito a transparência, livre informação e divulgação dos resultados, ela acaba dando mais confiança para que investidores em potencial comprem suas ações sem que incorram em grandes riscos. De maneira análoga, empresas de capital fechado, que não divulgam informações, ou empresas que não tem capacidade estrutural suficiente para criar um departamento de relação com investidores, bem como arcar com todos os custos inerentes a abertura de capital, acabam tendo que pagar mais caro para captar dinheiro com o objetivo de realizar investimentos.

Por fim, é importante salientar que existem inúmeros outros fatores, além da estrutura de capital e do tamanho das empresas, que influenciam sua abertura de capital, como as condições de mercado, fatores econômicos e até mesmo razões de natureza subjetiva se pensarmos na estratégia de diferentes grupos financeiros no que diz respeito ao lançamento de ações em mercado. Alguns deles serão discutidos mais a frente neste capítulo e os fatores de natureza econômica no capítulo II deste trabalho.

I.3 – CAPITAL PRÓPRIO VS. CAPITAL DE TERCEIROS

É importante entender o fato de que uma empresa ao emitir ações está financiando-se com capital próprio, pois parte de sua titularidade será vendida e os indivíduos que a comprarem se tornarão seus acionistas. Os recursos que foram obtidos com a venda de parte da própria empresa poderão ser utilizados para investimentos, pagar dívidas, aumentar o caixa, reestruturação do passivo, entre outros. E tudo isso será feito sem que a empresa se endivide, pois afinal, o capital obtido com essa operação advém da alienação da titularidade de parte da própria companhia, que ao ser vendida torna os acionistas donos de parte da empresa.

Já em casos que a empresa se financia com o capital de terceiros, como quando emite uma debênture, por exemplo, é assumida uma obrigação frente aqueles que compraram tal título, eles passam a ser denominados credores ou debenturistas, não acionistas. Portanto, não detém nenhuma espécie de titularidade sobre a empresa já que simplesmente emprestaram dinheiro à mesma ao comprar o título, logicamente esperando receber uma remuneração futura por isso. Sob esta ótica, a empresa ao emitir um título que não seja uma ação está necessariamente se endividando e aumentando seu passivo. Situações em que determinada firma contrai um

empréstimo bancário também se incluem em financiamento com capital de terceiros, pois afinal, o recurso obtido pertence à instituição financeira que concedeu o empréstimo.

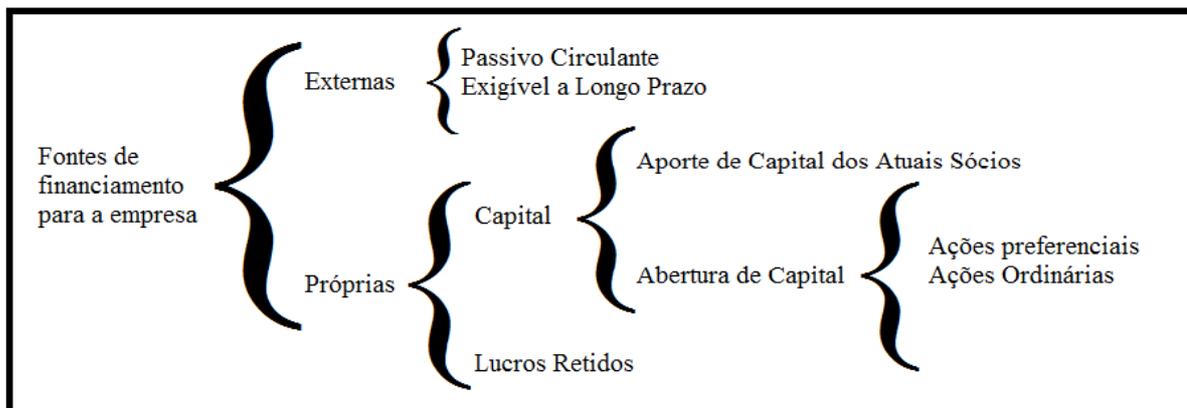
É importante ressaltar que no caso dos acionistas a remuneração virá pela valorização dos papéis na medida em que a empresa for crescendo e ganhando valor de mercado ou pelo pagamento de dividendos provenientes dos lucros obtidos pela empresa em determinado período. Vale lembrar que nem todas as ações pagam dividendos aos acionistas. Desta forma, os acionistas obtêm a maior parte de seus ganhos comprando as ações com determinado preço e vendendo-as no mercado secundário quando seu valor estiver mais alto, essa diferença será sua remuneração.

Já no caso dos credores a remuneração virá pelo pagamento de juros. Os papéis emitidos terão um prazo de vencimento definido e podem ser debêntures, notas promissórias ou *comercial papers*⁵, por exemplo. Tais papéis que podem ser emitidos pelas empresas têm diferentes configurações quanto a prazos e juros pagos aos credores. Por fim, é importante deixar claro que na ótica das empresas é possível ter fontes mistas de financiamento, com capital próprio e de terceiros simultaneamente. A seguir, a citação e mais adiante o quadro explicativo, ambos retirados do livro “Mercado de Capitais”⁶ de Juliano Lima Pinheiro (2005), expõe com clareza as diferentes fontes de financiamento que as empresas podem obter dentro do mercado de capitais, tanto via fontes próprias quanto fontes de terceiros, ou “externas” como o autor citado coloca:

“A empresa em fase de crescimento necessita de recursos financeiros para financiar seus projetos de expansão. Mesmo que o retorno oferecido pelo projeto seja superior ao custo de um empréstimo, o risco do negócio recomenda que exista um balanceamento entre o financiamento do projeto com recursos externos e próprios. Para tanto, pode recorrer às fontes indicadas na figura abaixo”

⁵ *Comercial Papers*: São títulos de curto prazo que as empresas por sociedades anônimas (S.A.) emitem, visando captar recursos no mercado interno para financiar suas necessidades de capital de giro.

⁶ Livro Mercado de Capitais Fundamentos e Técnicas de PINHEIRO, Juliano Lima (2005) editora atlas.



Fonte: PINHEIRO, Lima Juliano. O Mercado de Capitais, Editora Atlas (2005). Elaboração própria.

Conforme afirma o autor, é saudável buscar um balanceamento que se adeque às necessidades da firma no que diz respeito as suas fontes de financiamento. Dependendo do projeto de expansão ou investimento que a empresa tenha, pode ser interessante para seu balanço aliar a emissão de títulos com empréstimos bancários e lançamento de ações em mercado, assim, estabelecendo uma estrutura “ótima” de capital.

I.4- COMPARAÇÃO ENTRE AÇÕES E OBRIGAÇÕES

Olhando pela ótica dos investidores e com as informações até agora expostas em mãos, podemos concluir que existem basicamente duas formas de obter ganho no mercado de capitais: Ou adquirindo ações, tornando-se um acionista, ou comprando algum título emitido por determinada empresa, tornando-se credor dela. Cada uma dessas formas de investimento incorre em certo risco, cada um de natureza diferente.

Segundo Robert Webbe e Sanjukta Brahma (2013), ações tendem a envolver mais riscos do que as obrigações, pois em caso de falência das empresas, os acionistas não têm prioridade no recebimento dos valores investidos. Eles só receberiam o que resta após os titulares das obrigações serem pagos. Além disso, os retornos dos acionistas não são garantidos, pois a valorização das ações no mercado é incerta e as empresas podem não pagar dividendos (esse pagamento costuma ser uma decisão dos gestores). Já no caso das obrigações, os credores têm retornos mínimos predeterminados e os recebem com periodicidade fixa dando mais previsibilidade nos rendimentos obtidos com esses investimentos.

Por outro lado, é possível beneficiar-se mais de um eventual bom desempenho da empresa se o investidor for um acionista, visto que os titulares das obrigações, os credores, estão vinculados ao cupom inicial estipulado, enquanto que o preço das ações pode valorizar-se muito acima dos juros pagos por esses títulos, caso a empresa tenha êxito. Há também o fato de alguns acionistas possuírem direito a voto dentro dos conselhos de companhias, deste modo, podem decidir sobre os rumos da empresa e ter mais controle sobre seus retornos, mesmo que indiretamente. Os titulares de obrigações, por sua vez, não têm direito a voto.

Por fim, é fato que avaliar os preços das ações costuma ser um trabalho mais árduo do que o das obrigações visto que a flutuação do valor dos papéis de determinada empresa está ligada a muitos fatores que vão desde o balanço dela até fatores macroeconômicos extremamente difíceis de serem previstos, como o câmbio, a inflação ou até condições econômicas internacionais, por exemplo. Por outro lado, para analisar os fundamentos de um título de dívida, além de averiguar se sua remuneração é interessante, basta considerar seu *rating*⁷, ou nota de crédito com o intuito de descobrir se a empresa ou entidade que o emitiu é boa pagadora. De resto, os riscos são apenas referentes à solvência da emitente.

Este trabalho não tem como objetivo analisar de maneira muito aprofundada mercados de títulos que não sejam ações, porém é importante para a análise ter em mente que este mercado existe e, em geral, tem perfil de risco muito diferente do mercado acionário. A diferença entre renda fixa e renda variável se faz valer aqui e se traduz nos riscos que os investidores incorrem ao aplicar seu dinheiro em cada um deles. Produtos de renda fixa, que tem sua remuneração pré-determinada, costumam representar um porto seguro em momentos de crise, ao passo que os ativos de renda variável costumam apresentar maior volatilidade nas suas cotações e, muitas vezes, perdem substancialmente seu valor. Tal diferença é descrita nesta passagem do estudo da consultoria Price Waterhouse Coopers Brasil intitulado “Abertura de Capital no Brasil – O processo e o papel do profissional de relações com investidores” de 2014:

“O mercado considera que a plena abertura de capital ocorre com o lançamento de ações ao público para negociação em bolsa ou em mercado de balcão organizado.

⁷ Um *rating* é uma nota que as agências internacionais de classificação de risco de crédito atribuem a um emissor (país, empresa, banco) de acordo com sua capacidade de pagar uma dívida. Serve para que investidores saibam o grau de risco dos títulos de dívida que estão adquirindo.

Contudo, nos casos de necessidade de captação de recursos, algumas companhias optam por abrir o capital por meio da distribuição primária de debêntures, o que pode ser explicado pela maior disposição dos investidores em adquirir instrumentos de renda fixa, tendo em vista as taxas de juros vigentes no país e o risco de crédito dos emissores.’’

No capítulo II deste trabalho será discutido com mais profundidade os efeitos o crescimento econômico tem sobre o mercado acionário e mais especificamente o lançamento de ações em mercado por parte das firmas.

I.5 – VANTAGENS E DESVANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL

Muito tem se atribuído a obtenção de financiamento pelas firmas para realizar investimentos como sendo a principal vantagem da abertura de capital. Porém, existem muitos outros fatores vantajosos que estudiosos apontam como decisivos no que diz respeito ao lançamento de ações em bolsa de valores. Segundo Juliano Lima Pereira em seu livro “Mercado de Capitais Fundamentos e Técnicas” publicado pela editora atlas em 2005, a abertura de capital pelas empresas deve-se a cinco razões, além daquela que visa a captação de recursos para investimentos, são elas: a formação de arranjos societários, a liquidez patrimonial, a profissionalização dos processos da empresa, o novo relacionamento com funcionários e a imagem institucional.

Da mesma forma, malefícios também estão envolvidos na abertura de capital para as empresas. Segundo artigo⁸ publicado na Revista científica multidisciplinar Núcleo do Conhecimento, as seguintes desvantagens estão envolvidas neste processo:

“1. Manutenção de um Departamento de Acionistas; 2. Manutenção de um Departamento de Relações com Investidores. Este setor incumbir-se-á de centralizar todas as informações internas a serem fornecidas ao mercado, integrando e sistematizando esse conjunto de informações; 3. Contratação de empresa especializada em emissão de ações escriturais, custódia de debêntures, serviços de planejamento e de corretagem, e *underwriting*; 4. Taxas da CVM e das Bolsas de Valores; 5. Contratação de serviços de auditores independentes mais abrangentes

⁸ Artigo publicado na Revista Científica Multidisciplinar Núcleo do Conhecimento de autoria das economistas Leticia dos Santos Souza e Maria Eduarda Cordeiro (2018).

que aqueles exigidos para as demais companhias; e 6. Divulgação de informação sistemática ao mercado sobre as atividades da empresa.’’

É possível notar que, em boa medida, as desvantagens de se abrir capital citadas acima referem-se a custos incorridos durante este processo, de forma que é de se esperar que para que a operação seja exitosa, a empresa deve gastar menos com a implantação de todo este aparato de governança e de custos incorridos do que gastaria a mais na tentativa de se financiar com capital de terceiros, via um empréstimo bancário, ou a emissão de uma debênture, por exemplo. Outro fato a ser lembrado é que quanto maior for a empresa, mais diluídos serão esses custos e maiores os ganhos de escala potencialmente gerados com sua abertura de capital. A tabela a seguir mostra pesquisa realizada pela Bovespa no ano de 2009 e diz respeito ao custo incorrido pelas empresas de diferentes portes com a manutenção da sua condição como empresa de capital aberto.

Porte da Companhia	% da Amostra	Companhias	Custo de Manutenção condição companhia aberta ao ano sobre capital empregado
Grande	68%	126	0,10%
Médio	18%	34	0,30%
Pequeno	14%	25	0,50%

Fonte: “O Papel dos processos de abertura de capital (IPO) das empresas brasileiras na Bovespa como fonte de financiamento ANDRADE, Alequexandre Galvez; VEIGA, Sylvio Fernando; OLIVEIRA, Edson Aparecida de Araújo Querido; SANTOS, Vilma da Silva e QUINTAIROS, Paulo César Ribeiro e Bovespa (2009).

Por fim, outro fator que pode afetar negativamente as empresas que abrem capital e também é abordado na passagem do artigo descrito a seguir, diz respeito a divulgação de informações ao mercado que vem a reboque do processo de *IPO*⁹. Essa desvantagem consiste no fato de que muitas vezes, por pressão de acionistas, estratégias de gestão podem acabar vazando ao público, desta maneira abrindo espaço para que concorrentes da empresa em questão aproveitem-se

⁹ *IPO* é a abreviação das palavras em inglês *Initial Public Offering* que significa Oferta pública inicial de ações, ou seja, um *IPO* ocorre quando determinada empresa lança ações no mercado pela primeira vez, abrindo seu capital.

disso para se anteciparem nas estratégias ou até mesmo jogarem contra a empresa, isso ocorreu com a empresa aérea Gol no ano de 2006, conforme é descrito na seguinte passagem¹⁰:

“Outro ponto é que as empresas passam a ver algumas obrigações como desvantagens, pelo fato de terem que deixar todas as informações financeiras transparentes, tornando-se uma vantagem para os concorrentes. De acordo com a revista Exame (2006) toma como exemplo o caso da empresa Gol, de transporte aéreo. Devido ao fato dos investidores exigirem transparência para analisar a estratégia e os números da companhia, essa transparência significou entregar informações valiosas aos concorrentes.”

Além das vantagens e desvantagens que foram aqui expostas até então, é necessário mencionar que há vasta literatura a respeito dos “*trade-offs*” envolvidos nos processos de abertura de capital, desde artigos de revistas até teses acadêmicas. Com o intuito de dar uma visão mais ampla e fundamentada sobre diferentes pontos de vista de diversos autores a respeito do assunto, a seguir está exposto um quadro com a visão de quatro autores¹¹, do meio acadêmico, sobre as vantagens e desvantagens inerentes à abertura de capital pelas empresas. O quadro é de elaboração dos próprios e expõe bem muitas interseções e consensos que existem no meio, no que diz respeito as vantagens e desvantagens se se abrir capital.

¹⁰ Passagem extraída de artigo da Revista Científica Multidisciplinar Núcleo do Conhecimento intitulado “Mercado de capitais: vantagens e desvantagens de abrir o capital de uma empresa privada”; Souza, Letícia dos Santos e CORDEIRO, Maria Eduarda pag. 13 e 14.

¹¹ Os autores citados são : Assaf Neto e Lima (2011, p. 56-57); Lagioia (2011,p. 90-94); Casagrande Neto *et al.* (2010,p. 35-39) e PwC e BM&FBOVESPA (2011,p.20) e A tabela foi obtida no trabalho de SEMEDO, Isidro Gomes; Teorias da Estrutura de Capital das Empresas: Uma aplicação às empresas Portuguesas cotadas na Euronext Lisboa; p 33 e 34; 2015.

Autor	Vantagens	Desvantagens
Assaf Neto e Lima (2011,p. 56-57)	"Visibilidade dos investidores."	"Custo mais alto."
	"Maior dinamismo e oportunidades para o negócio"	"Obrigação de prestar informações emplas e detalhadas ao mercado e aos órgãos fiscalizadores."
	"Valorização da imagem institucional."	
	"Melhores condições financeiras no mercado de empréstimo."	
	"Maior liquidez aos papeis emitidos"	
	"Facilita uma reestruturação societária, ajudando a solucionar principalmente problemas sucessórios e partilhas de heranças."	
	"Aumento de capital próprio pela subscrição de novas ações."	
	"Aumento de segurança financeira da empresa."	
	"Maior transparência de suas informações."	
"Aceleração da profissionalização da administração da empresa."		
Lagioia (2011, p.90-94)	"Propiciar novas formas de recursos."	"Falta de confidencialidade nos assuntos da companhia devido a necessidade de divulgação das informações."
	"Permitir a reestruturação de passivo."	"Os custos inerentes À abertura de capital nas bolsas."
	"Aumentar sua capacidade de endividamento."	"Necessidade de distribuir dividendos ais acionistas."
	"Proporcionar liquidez patrimonial para acionista."	"Receio de perdas do controle da companhia devido a entrada de novos sócios."
	"Flexibilizar arranjos societários."	
	"Fortalecer a imagem institucional."	
	"Aumentar o nível de profissionalização dos seus funcionários."	
"Participação acionária dos funcionários."		
Casagrande Neto <i>et al.</i> (2010, p. 35 - 39)	"Instrumento de capitalização permanente de recursos."	"Complexidade do processo."
	"Reestruturação do passivo."	"Custos."
	"Aprimoramento da capacidade de negociação."	
	"Ganho de credibilidade e acesso ao mercado internacional ficam facilitados."	
	"Liquidez patrimonial."	
	"Profissionalização da empresa."	
"Participação acionária dos funcionários."		
PwC e BM&FBOVESPA (2011, P. 20)	"Aumento no caixa no caso de uma emissão de ações primárias e/ou liquidez para os sócios em uma colocação secundária."	"Custos relevantes relacionados à abertura de capital e À manutenção de Companhia Aberta."
	"Criação de uma moeda de troca na aquisição ou incorporação de outra empresa."	"Aumento nas despesas recorrentes e custos de <i>compliance</i> ."
	"Aumento de visibilidade possibilita eventuais fusões, aquisições ou incorporações."	"Necessidade de estabelecimento de uma estrutura de Relações com Investidor."
	"Diversificação das fontes de financiamento (inclusive otimizando o perfil de dívida/patrimônio), possibilitando efetuar estratégias de crescimento."	"Necessidade de atendimento Às normas específicas relacionadas à divulgação de informações, inclusive fatos relevantes que possam afetar a precificação da ação."
	"Possibilidade de remuneração diferenciada da equipe através da compra de ações da empresa, com o objetivo de retenção."	"Caminho sem volta: fechar o capital de uma empresa pública é difícil e custoso."
		"Menos flexibilidade no processo decisório e pressão por desempenho."
	"Restrições à negociação com ações por detentores de informações privilegiadas."	
	"Vulnerabilidade à tentativa de ofertas hostis."	

I.6 – GOVERNANÇA

A governança tornou-se, nos dias de hoje, fator imprescindível a se considerar para a abertura de capital de qualquer empresa. A globalização dos mercados acionários só veio para colaborar com a elevação dos parâmetros em torno da boa gestão das empresas em escala mundial e a terceira revolução industrial¹² funcionou como catalisadora deste movimento. Inovações como o pregão eletrônico, anteriormente citado e a desregulamentação dos mercados de capitais de diversos países ao redor do mundo, visando incentivar uma maior entrada de capital estrangeiro, tornaram os fluxos financeiros entre os países mais intenso e com velocidades nunca antes vistas. De forma análoga, a demanda pela transparência em relação à divulgação de informações das empresas também se enrijeceu, contribuindo para elevar o nível de clareza e eficiência dos processos de gestão das empresas. Afinal, a partir da revolução tecnológica as empresas passaram a ter que responder e prestar contas a seus acionistas em qualquer parte do planeta. No caso do Brasil serão expostas, na seção seguinte, mudanças legais e fatores históricos que possibilitaram a evolução do mercado brasileiro no quesito governança corporativa.

Além ser necessário entender que boas práticas de governança corporativa são essenciais para garantir a salubridade de empresas que optam por ter ações em mercado é de suma importância ter em mente que ela permeia todas as fases deste processo, tanto antes quanto depois do *IPO* (Oferta Pública de Ações). Como será abordado no Capítulo II deste trabalho, fatores econômicos como a taxa de juros, a inflação e o crescimento do produto interno bruto são capazes de criar as chamadas “janelas de mercado”, que são caracterizadas por épocas de elevada liquidez, crescimento econômico e grande número de investidores dispostos a investir capital. Porém, não basta a empresa ter uma boa janela de oportunidade a frente para lograr uma oferta pública de ações bem-sucedida. É imprescindível a existência de boas práticas de governança, bem como o reconhecimento das mesmas pelo mercado, para que a empresa obtenha sucesso nesse percurso. Como o estudo da PWC sobre Abertura de capital na bolsa de valores realizado em 2014 coloca:

“As ofertas públicas iniciais mais bem-sucedidas são as realizadas por companhias que adotam boas práticas de governança corporativa bem antes da realização efetiva

¹² Amplamente difundida no meio acadêmico como sendo a revolução tecnológica iniciada após a segunda guerra mundial sendo responsável por trazer grandes avanços à humanidade.

do IPO. Elas conseguem aguardar, com paciência, as chamadas ‘janelas de mercado’. Essas organizações normalmente têm um processo relativamente tranquilo de abertura de capital, e sua transição para a condição de companhias de capital aberto é rápida.’’

No fim das contas é de se notar que a governança, boa gestão, e um bom relacionamento com os investidores acaba por representar ganho de valor para as empresas que abrem capital. A influência dessas práticas no valor das ações acaba sendo um tanto subjetiva, porém é fácil reconhecer que investidores que se sentem bem amparados diante de qualquer tipo demanda relacionada ao conhecimento de informações sobre a empresa na qual investem, tem como efeito direto o aumento da propensão deles de manterem-se como acionistas ou até mesmo de aumentar seus aportes de capital na companhia. Informações claras, apresentadas em detalhe e uma equipe de relação com investidores ativa e disponível devem estar aliadas à estratégia de qualquer empresa que queira abrir capital, afinal, isso acaba representando menor custo de captação de recursos para financiamento. Menores custos de capital, por sua vez, são benéficos a qualquer empresa, sendo ela de capital aberto ou fechado e possibilitam que ela realize mais investimentos, eleve mais sua produção e ganhe mais mercado do que seria capaz tendo custos mais elevados nesse sentido. Esta relação direta entre valor de mercado das empresas e governança é exposta na passagem do estudo da Price Water House Coopers sobre abertura de capital na bolsa de valores realizado em 2014 conforme a citação a seguir:

“É muito comum as companhias concentrarem seus esforços no aumento do seu valor de mercado em bolsa (*market capitalization*). Esses esforços resultam em maior pressão sobre os executivos da companhia para que busquem melhores retornos para investimentos e operações, e, conseqüentemente, seus resultados se traduzam em preços mais atrativos para as ações. Esse movimento é decorrente da crescente concorrência por capital, principalmente nos chamados países emergentes. Aumentar o valor para o acionista tornou-se missão de toda companhia e, especialmente, dos gestores financeiros e responsáveis por RI.[...] Em linhas gerais, o mercado acionário recompensa a atuação positiva da companhia aberta com a diminuição do risco percebido ou com o aumento do valor percebido de sua ação. Entretanto, ainda é considerável a distância entre a percepção de valor considerado justo ou ideal e o efetivamente praticado pelo mercado.”

I.7– PANORAMA HISTÓRICO E LEGISLAÇÃO PERTINENTE

De acordo com o portal do investidor, no endereço eletrônico da Comissão de valores Mobiliários (CVM) até a década de 60, o ativo de preferência dos brasileiros para investimento eram os imóveis. A aplicação em títulos públicos ou privados era evitada, em parte em decorrência da insegurança trazida pela inflação alta, principalmente a partir do final da década de 1950, e também pela legislação vigente que instituía limite de 12% ao ano para taxas de juros. Esta última, conhecida como “lei da usura”, foi instituída em 1933 em um contexto de crise econômica, decorrente da grande depressão de 1929. Seu o intuito inicial era destravar investimentos do setor produtivo além de evitar bolhas no mercado de capitais ainda insipiente no Brasil, e, enquanto vigorou, acabou por limitar o desenvolvimento deste mercado.

Somente em 1964, diante de um programa de grandes reformas na economia nacional, que o mercado financeiro vem a ser reestruturado com a edição de diversas leis. Entre elas está a lei nº 4.537/64, que institui a correção monetária de contratos; a lei nº 4.595/64, chamada de “lei da reforma bancária”, que teve como objetivo reformular o sistema nacional de intermediação financeira com a criação do CMN (Conselho Monetário Nacional) e do Banco Central e, por fim, a lei nº 4.728/65, que foi a primeira lei do mercado de capitais cuja vigência auxiliou na sua disciplina e estabeleceu medidas para promover seu desenvolvimento.

A legislação anteriormente citada provocou mudanças profundas no mercado acionário, entre elas: a reformulação de todo o aparato legal em torno da Bolsa de Valores, a transformação de corretores de fundos públicos em sociedades corretoras e a criação da figura do banco de investimento, este último tornando-se responsável por auxiliar no desenvolvimento da indústria de fundos de investimento no país. Todas essas entidades que foram criadas passaram a ser fiscalizadas pela diretoria de mercado de capitais do Banco Central do Brasil.

Além da maior segurança jurídica dada ao sistema com a criação de legislação mais clara e abrangente, incentivos também foram dados ao desenvolvimento do mercado de capitais, dentre eles destaca-se o decreto de lei nº 157 de 10/02/1967, que dava àqueles que investiam em quotas de fundos de ações de companhias abertas a possibilidade de obter abatimentos no pagamento do imposto de renda.

Diante de todas essas medidas tomadas, incluindo os incentivos fiscais, a partir de meados da década de 1960 ocorreu rápido crescimento da demanda por ações sem que a mesma fosse acompanhada de oferta de novos papéis por parte das empresas. O aumento repentino da demanda e a oferta rígida por títulos no mercado provocou o que ficou conhecido como o “boom” da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, entre dezembro de 1970 e julho de 1971. Sendo este evento caracterizado por uma forte onda especulativa que tomou conta do mercado de capitais brasileiro fazendo as cotações das ações listadas no mercado subirem sem trégua.

Em julho de 1971 a bolsa de valores do Rio atingiu sua cotação máxima e a partir daí inaugurou um período de realização de lucros pelos investidores mais experientes, os quais começaram a vender suas posições, assim, iniciando um processo de redução do preço das ações cotadas em bolsa. A chegada de novas ofertas de ações na bolsa fez este quadro se agravar, provocando uma situação de depreciação do preço dos ativos que acabou por revelar grande falta consistência no valor real dos papéis negociados e companhias frágeis com gestores sem compromisso com seus acionistas.

Este período de descrédito no mercado de capitais brasileiro e menor liquidez no sistema só veio indicar alguma reversão em 1975 com a tomada de algumas decisões de caráter regulatório. Entre elas está o aporte de novos recursos provenientes das chamadas “reservas técnicas seguradoras”, que eram fundos do PIS/PASEP, adicionais dos fundos criados com a lei anteriormente citada (Lei nº 157 de 1967), que dispunha sobre as sociedades de investimento. Foi a partir do decreto de lei nº 1401 que se propôs utilizar esses fundos em prol da captação de mais recursos externos para aplicar no mercado de ações, além de atrair mais investimentos dos fundos de pensão.

De acordo com as informações contidas no Portal do Investidor, no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), após este período mais alguns incentivos regulatórios vieram para corroborar com a retomada do crescimento do mercado acionário brasileiro, entre eles: a isenção fiscal dos ganhos decorrentes de aplicações em bolsa e abatimentos do imposto de renda para operações relacionadas a subscrição de ações para fins de projetos com investimento do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social).

Ainda com o intuito de reverter o quadro de estagnação do mercado acionário no Brasil, em 1976 foram introduzidas duas normas legais que até os dias de hoje estão em vigor. São elas: a lei nº 6.404/76, denominada de lei das Sociedades anônimas e a lei nº 6.385/76, chamada Lei do Mercado de Capitais, que entre outras medidas, criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A primeira deu mais segurança jurídica a abertura e ao fechamento de sociedades anônimas, modernizando a legislação vigente desde 1940. A segunda retirou da então diretoria do Banco Central a função de fiscalizar todo o mercado de capitais no país e delegou-a para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Desta maneira, foi dado ao sistema financeiro nacional maior confiabilidade e segurança e a criação da CVM pode ser considerada um marco legal na história do mercado de capitais brasileiro conforme a colocação dos autores a seguir¹³:

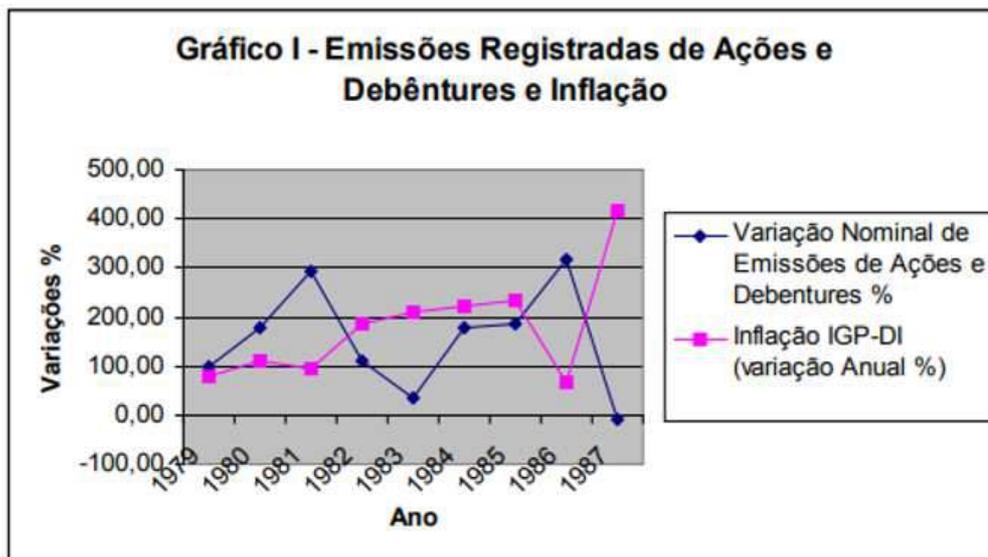
“A experiência de 1971 convenceu a muitos da necessidade de atribuir-se a um órgão especializado do Governo federal a competência para policiar o mercado, que a Lei no 4.728/65 cometera ao Banco Central. Desde sua criação, o Banco Central ganhara diversas outras atribuições (...) e no conjunto de todas as suas atividades a função de fiscalizar os mercados de capitais ficava necessariamente relegada a um dos seus departamentos, sem os meios nem o status indispensáveis para o exercício eficiente dessa função”

É importante ressaltar que esta autarquia foi criada com o propósito de centralizar e ter exclusividade na regulamentação do mercado de capitais, além de seu papel fiscalizador das companhias abertas e da bolsa de valores. Com a criação deste tipo de instituição, ataques especulativos, como o visto após o “*Boom*” da bolsa de valores do Rio de Janeiro, falhas de governança ou relacionados a divulgação de dados por parte das empresas, passam a ter um aparato maior e mais preparado para coibir sua ocorrência.

O novo arranjo legal e institucional que fora criado no Brasil no fim dos anos 1970 foi muito benéfico, porém não suficiente para devolver ao mercado de capitais suas taxas de crescimento que foram vislumbradas em períodos anteriores. Conforme colocado anteriormente, de acordo com o portal do investidor no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), momentos de inflação crescente são sempre perversos ao desenvolvimento do mercado de capitais. Muitos

¹³ Livro A lei das S.A. de FILHO, Alfredo Lamy, PEDREIRA e José Luiz Bulhões, Página 198; Editora Renovar (1992).

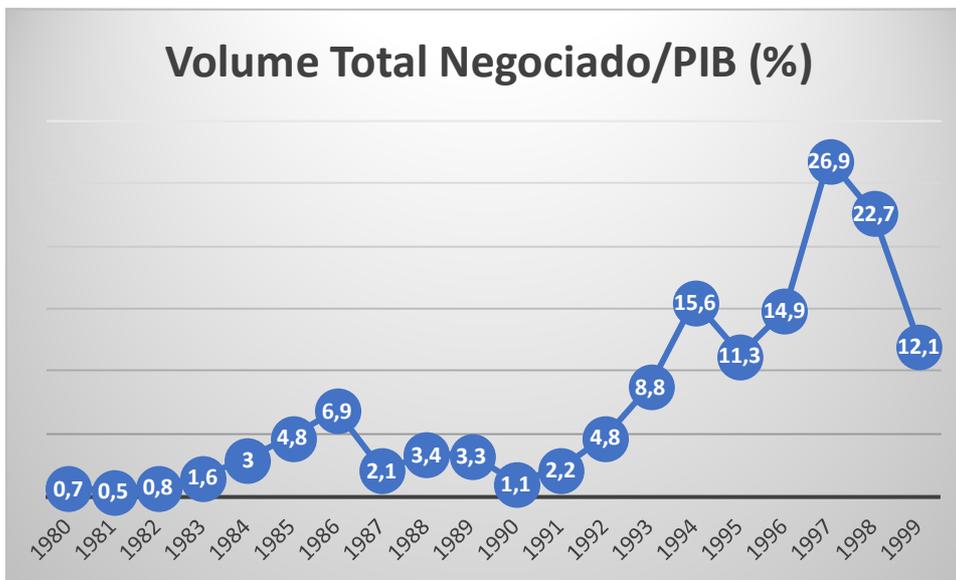
momentos de pico inflacionário ocorreram no Brasil no fim da década de 70 e perduraram ao longo de toda a década de 1980. Esse comportamento inflacionário pode, em parte, explicar a estagnação que o mercado de capitais passou no país ao longo da década de 1980. Observando o gráfico a seguir podemos observar a tendência do comportamento da inflação e das emissões registradas de Ações e debêntures entre 1979 e 1987.



Fonte: Dados de emissões: Relatório Anual da CVM, vários números; inflação: Fundação Getúlio Vargas.

Observando o ano de 1986, época em que o plano Cruzado fora lançado no governo José Sarney, é possível vislumbrar que existe relação inversamente proporcional entre inflação e emissões no mercado de capitais. O lançamento de ações em mercado vinha de um período de lenta recuperação até que plano cruzado, lançado em fevereiro de 1986, criou ambiente desfavorável a continuidade do seu crescimento. Tal plano econômico foi marcado pelo congelamento de preços, desabastecimento e cobrança de ágio por parte dos comerciantes e teve como consequências finais o repique inflacionário visto no gráfico, ocorrido em 1987, de forma que neste ano as emissões no mercado financeiro nacional, de acordo com o Relatório anual da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), foram a zero. O ambiente inflacionário e de desconfiança política e econômica tinham minado quaisquer pretensões de emissão de produtos financeiros por parte das empresas. Ao passo que a pretensão da população e dos investidores institucionais em investir foi tão afetada quanto. Isto pode ser observado no gráfico a seguir ao averiguarmos o volume total negociado na bolsa sobre o PIB, que durante a década de 80

mantém-se em patamares muito baixos, e apresenta especial queda em 1987, após o plano cruzado.



Fonte: CVM, Elaboração própria

A década de 1980 no Brasil é comumente denominada como “década perdida” no meio acadêmico, pois foi marcada por sucessivas crises econômicas e períodos de descontrole dos preços e com o mercado financeiro não foi diferente. Afinal, o preço dos ativos no mercado financeiro reflete em boa parte aquilo que ocorre na economia real. O economista Bresser-Pereira corrobora com esta visão a respeito desse período vivenciado pelo país, conforme o trecho a seguir extraído de uma entrevista feita pelo o IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada) em 15/06/2012.

“Os anos 1980 foram perdidos do ponto de vista econômico. O país passou então por uma grande crise financeira – a grande crise da dívida externa dos anos 1980 – que desencadeou a alta inflação inercial. O Brasil, que vinha crescendo a taxas extraordinárias até 1980, parou; a economia brasileira estagnou. E, depois, nunca mais votou às altas taxas de 1950 a 1980.”

O mercado de capitais, como pode se observar no gráfico anterior, iniciou a década de 1990 ainda com taxa lenta de crescimento que perdurou até 1992. Algumas medidas já estavam sendo

tomadas nesta época que poderiam finalmente representar maiores taxas de crescimento no mercado financeiro. O presidente recém-eleito Fernando Collor de Mello tinha em mãos uma vasta gama de propostas de abertura econômica em um cenário de neoliberalismo no contexto mundial. Essa maior abertura econômica, representada por liberalizações no comércio e no fluxo de capitais permitiu que investidores estrangeiros acessassem o mercado de capitais brasileiro com mais facilidade. Além disso, algumas empresas brasileiras iniciam um processo de externalização da oferta de seus ativos ao colocarem suas ações listadas em bolsas de valores. Tal processo foi representado principalmente com o lançamento das chamadas *ADR-s* (*American Depositary Receipt*) na bolsa de valores de Nova Iorque. O principal objetivo por trás disso era que as empresas brasileiras pudessem se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no exterior.

A reboque da listagem de ações de companhias brasileiras no exterior vieram as exigências impostas pela chamada SEC (*Securities Exchange Commission*), que é o órgão correspondente a Comissão de Valores Mobiliários nos Estados Unidos. Este órgão, por sua vez impõe regras para o lançamento de ações em mercado chamados “Princípios da Governança Corporativa” que passam pela transparência e divulgação de informações por parte das empresas. As regras impostas pela SEC possibilitam o mercado brasileiro ter contato com investidores mais exigentes e sofisticados, o que por sua vez, contribui para elevar o nível de governança das empresas Brasileiras que tem ações listadas tanto no Brasil quanto no exterior na forma de *ADR-s*. Nesta passagem do estudo sobre a abertura de capital de empresas no Brasil, realizado pela PWC em 2014, é possível entender melhor este movimento ocorrido no mercado acionário brasileiro na década de 1990:

“Na primeira metade da década de 1990, com o processo de abertura da economia brasileira, ocorreu um movimento mais acelerado de ingresso de recursos externos no país, o que indicava uma possibilidade de desenvolvimento para o mercado de capitais brasileiro. Naquele momento, iniciava-se um novo ciclo de crescimento, que, embora ainda concentrado nas companhias estatais, tinha características distintas das observadas na década anterior. Ocorria um aumento das tendências de diversificação de carteiras de investimento globais, enquanto, internamente, as mudanças favoráveis no quadro macroeconômico e regulatório, aliadas ao processo de privatização, tornavam o mercado brasileiro mais atraente e acessível aos investidores internacionais. Com isso, houve uma entrada significativa de recursos estrangeiros, que se refletiu no crescimento expressivo do valor das ações e no volume de negociações. [...] Foi naquele momento também que as companhias abertas brasileiras de maior porte começaram a ter acesso ao mercado de capitais

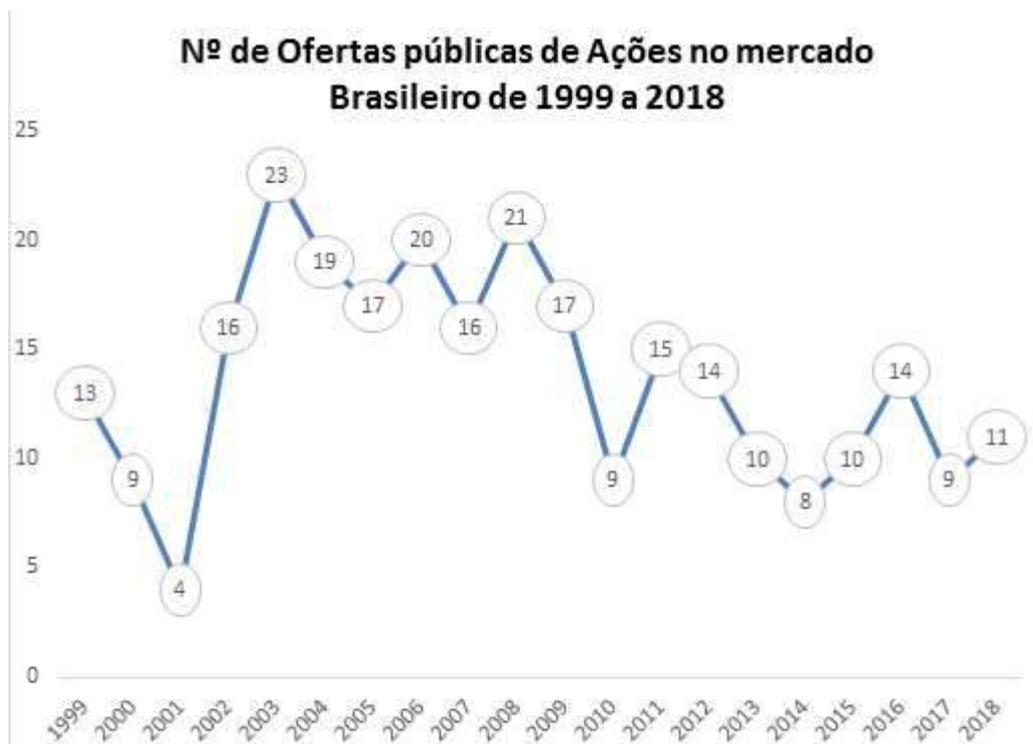
internacional por meio da listagem de suas ações em bolsas de valores estrangeiras, principalmente a NYSE, sob a forma de ADRs. Com isso, elas precisaram seguir diversas regras impostas pela SEC sobre aspectos contábeis, controles internos (SarboX, art. 404), transparência, procedimentos e controles, divulgação de informações (SarboX, art. 302), comitês de auditoria/conselhos fiscais “turbinados”, programas de *whistleblower* e outros princípios de governança corporativa. Nesse cenário, cresceu a influência de acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas do que as aplicadas no Brasil. Além do número crescente de investidores estrangeiros, aumentou a participação de investidores institucionais brasileiros de grande porte, que se tornavam mais conscientes de seus direitos e exigiam maior abertura de informações. Foi o início da revitalização do mercado de capitais brasileiro segundo padrões mais exigentes de transparência na divulgação de informações.”

É possível observar, pelo gráfico anterior, que todas as inovações implementadas no mercado de valores mobiliários brasileiro, nos anos 1990, surtiram efeito positivo sobre os volumes negociados em bolsa, que subiram consideravelmente nesta década em comparação à década anterior. Os anos de 1997, 1998 e 1999, por sua vez, foram um novo teste para o mercado de capitais brasileiro. A crise asiática de 97, a crise russa de 98 e a desvalorização do Real ocorrida em 1999, com o abandono do regime de bandas cambiais e adoção do câmbio flutuante, também afetaram de alguma forma os volumes negociados em bolsa neste período, que caíram. Estava mais claro do que nunca que para a contínua queda do custo de capital das empresas e o crescimento sustentável do mercado de capitais seria necessário amadurecê-lo e refiná-lo ainda mais, pois incertezas acerca da transparência, governança e da disponibilidade de instrumentos necessários à supervisão das companhias ainda pairavam sobre o país.

A criação do chamado Novo Mercado e dos níveis 1 e 2 de governança corporativa na Bolsa de Valores de São Paulo vieram no final da década de 1990 para suprir estas lacunas ainda deficientes no mercado de capitais no Brasil. A reboque das crises anteriormente citadas, no final dos anos 90, a criação do chamado “Novo mercado” vem com o intuito de segmentar a listagem das empresas na bolsa de valores de acordo com seu comprometimento com as melhores práticas de governança alinhadas com padrões internacionais de qualidade. A ideia que fundamenta a criação dos chamados níveis de governança é a de que os acionistas minoritários muitas vezes não tem proteção e não são salvaguardados por terem participações pequenas em empresas de capital aberto, isso tira a confiabilidade do mercado financeiro e, segundo o portal do investidor da CVM (2019), acarreta na exigência de um deságio sobre o

preço das ações, causando uma desvalorização no valor de mercado das companhias. É esperado que as companhias que aderem ao novo mercado tenham seus prêmios de risco consideravelmente reduzidos ao passo que ocorre a valorização do patrimônio de todos os acionistas.

Além da criação dos níveis 1 e 2 na bolsa de valores a reforma da lei das Sociedades anônimas (Lei nº 6.404/76) vem para aperfeiçoar e incrementar ainda mais a proteção dada aos acionistas minoritários na medida que são incluídas regras que dispõem sobre o “*Disclosure*” (Transparência), o tratamento equitativo dos investidores e o “*Compliance*” e “*Accountability*” (prestação de contas). Após todas essas inovações inauguradas no mercado financeiro brasileiro, e um contexto nacional e internacional favoráveis, no ano de 2003 inicia-se um processo de aquecimento do mercado sendo caracterizado por um salto no número de *IPOs* (*Initial Public Offering*), que do fim da década de 1990 até o início dos anos 2000 fora fraco chegando em apenas quatro no ano de 2001 e a partir daí inicia um ciclo de aquecimento do mercado como pode ser observado no gráfico a seguir.



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Elaboração Própria.

Por fim a última grande novidade implementada no mercado financeiro brasileiro foi a junção da Bolsa de Valores de São Paulo com a Bolsa de Mercadorias e Futuros, criando a BM&F Bovespa, que por sua vez, recentemente teve seu nome modificado para B3. É importante destacar também que ocorreu um processo de perda de importância da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro ao longo dos anos, principalmente a partir da crise iniciada no ano de 1971, já mencionada. Suas negociações foram paulatinamente sendo esvaziadas ao longo do tempo e as últimas que representaram algum volume mais considerável, remontam o período das privatizações e aberturas de capital de empresas públicas nos anos 90, como a Vale do Rio Doce, a Telesp e a Usiminas. Até que em 2002 as operações da Bolsa de valores do Rio são finalmente absorvidas pela BM&F em São Paulo, encerrando, assim, suas atividades.

CAPÍTULO II – FATORES ECONÔMICOS

Com os detalhes a respeito do mercado acionário no Brasil e suas especificidades já expostos ao longo do capítulo anterior, neste capítulo o objetivo é estudar fatores econômicos que se mostram relevantes para a abertura de capital por parte das empresas e o consequente lançamento de suas ações no mercado. As consequências da evolução do produto interno bruto (PIB), da entrada de capital estrangeiro e da evolução da taxa de juros serão analisadas com o intuito de descobrir seus possíveis impactos sobre o mercado acionário. Isso possibilita averiguar os meios de transmissão entre as condições econômicas e o aumento, ou redução, das ofertas públicas de ação pelas empresas.

É importante ressaltar que para se constatar com rigor matemático qual é o tamanho exato da influência desses fatores citados sobre o lançamento de ações em mercado, seria necessário realizar uma regressão que forneceria as correlações exatas entre o comportamento do mercado em determinado período e o crescimento do PIB, a taxa de juros, a entrada de capital estrangeiro ou quaisquer outros fatores que influenciem o mercado de capitais e possam servir como facilitadores do acesso ou empecilhos ao seu desenvolvimento.

Diversos estudos acadêmicos já realizados apontam para a existência de relações diretamente proporcionais entre o lançamento de ações em mercado, o crescimento do produto interno bruto (PIB) e a entrada de capital estrangeiro, ao passo que apontam para relações inversamente

proporcionais entre as taxas de juros e o número de *IPOs* em diversas economias. Conforme fora mencionado na metodologia empregada neste trabalho, o seu propósito não é atestar com exatidão o tamanho da influência desses fatores sobre o mercado de capitais, porém é possível utilizar ferramentas matemáticas que comprovem correlações positivas ou negativas nele.

Com o intuito de estabelecer essas correlações, neste trabalho será utilizado o chamado “Coeficiente de Correlação de Postos de Spearman”, também conhecido como “Rô de Spearman”, que nada mais é do que um instrumento matemático utilizado para averiguar se há relação entre duas variáveis em uma função monótona, ou seja, quando um número aumenta o mesmo ocorre com o outro. O cálculo pode ser facilmente feito em *Excel*, porém com o objetivo de explicar com mais detalhes o caminho percorrido até a obtenção dos dados o caminho do cálculo será demonstrado.

De acordo com Antonio Carlos Fonseca Pontes em seu artigo acadêmico publicado pela Universidade Federal do Acre, o Coeficiente de Spearman é o mais adequado para lidar com dados em escala ordinal pois ele leva em consideração a ordem dos dados e não seu valor intrínseco, conforme é colocado na citação a seguir:

“Dentre os procedimentos estatísticos, um dos mais populares é a correlação linear, em que são estudadas duas variáveis medidas em um único indivíduo concomitantemente. Tal popularidade se justifica em função do possível relacionamento existente entre características num mesmo indivíduo. Entretanto, o coeficiente de correlação linear de Pearson, que é o procedimento mais conhecido para a obtenção desse tipo de relacionamento, nem sempre é adequado, especialmente quando uma ou ambas as variáveis são medidas em escala ordinal. Nessas situações, o coeficiente de correlação de Spearman é mais adequado por levar em consideração a ordem dos dados e não o seu valor intrínseco. Ainda, quando os dados obtidos das variáveis não aderem à distribuição normal devido, por exemplo, à presença de valores discrepantes (*outliers*), o coeficiente de correlação de Spearman é um bom substituto para a verificação do inter-relacionamento das variáveis consideradas. O coeficiente de correlação de Spearman é simples de calcular e de fácil compreensão, especialmente quando o número de pares de dados (ou indivíduos) é pequeno.”

Para analisar e comparar dados que não formariam uma nuvem de pontos bem-comportada no gráfico, como por exemplo, as taxas de juros brasileiras e o volume negociado na bolsa de valores, o método mencionado mostra-se o mais adequado pois possibilita alocar os dados em forma de *Ranking* e a partir daí auferir a correlação entre eles. Isso demanda menos trabalho

com o tratamento dos dados, além de dispensar a busca por outros fatores que também estejam correlacionados com a variável dependente, como seria feito em uma regressão.

II.1 – COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO DE POSTOS DE SPEARMAN

Conforme exposto anteriormente, o coeficiente de Spearman leva em consideração a ordem dos dados e não seu valor intrínseco para o cálculo da correlação. A fórmula a seguir retornará um coeficiente que, por sua vez, vai permitir atestar relações positivas, negativas ou não lineares entre os pares de dados analisados:

$$r_s = 1 - \frac{6 \sum d_i^2}{n(n^2 - 1)}$$

Na fórmula, “d²” representa o quadrado das diferenças entre os postos de cada observação e “n” é o número de observações. O coeficiente encontrado, por sua vez, variará de -1 até 1, ao passo que se o valor for próximo a -1, ele indicará uma correlação negativa entre os dados; valor próximo a 0 indicará a existência de correlação não linear e, por fim, caso esteja próximo a 1, a correlação indicada será positiva.

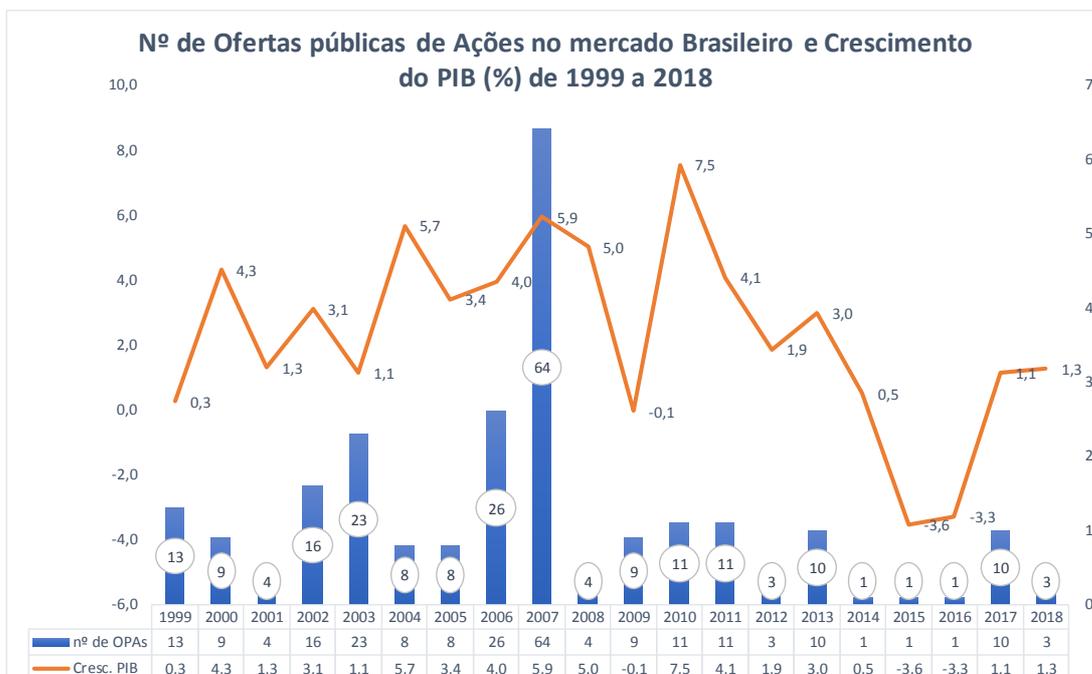
Para definir a variável “d”, primeiramente os pares de dados a serem estudados devem ser dispostos nas colunas “Data 1” e “Data 2”, conforme a tabela abaixo, sendo que cada valor deve estar ao lado do seu par para que alguma relação entre eles possa ser atestada. Feito isso, os valores dos pares de dados agora devem ser ranqueados nas colunas “Rank 1” e “Rank 2”, de forma que cada célula do *ranking* contenha a posição do dado contido na coluna “Data 1” ou “Data 2” em ordem decrescente, ou seja, para o menor valor da série será atribuído o *ranking* “1” e para o segundo menor “2” e assim por diante até chegar em “n”, o maior valor da série. Por fim, a diferença entre a posição no *Ranking 1* e no *Ranking 2* é o valor “d”, que na última coluna, é elevado ao quadrado fornecendo o valor de “d²”.

Data 1	Data 2	Rank 1	Rank 2	d	d ²

II.2 – EVOLUÇÃO DO PRODUTO INTERNO BRUTO

A economia brasileira já vivenciou muitos ciclos econômicos desde que o mercado de capitais começou a florescer por aqui, fases de crescimento alternadas de tempos de crise sempre permearam a história do país e há evidências de que suas consequências tiveram reflexos diretos nas empresas aqui instaladas e na sua busca por capital. Esta seção pretende encontrar paralelos entre a evolução do produto interno bruto e o lançamento de ações em mercado, partindo do pressuposto que o PIB é o melhor indicador do ritmo da atividade na economia.

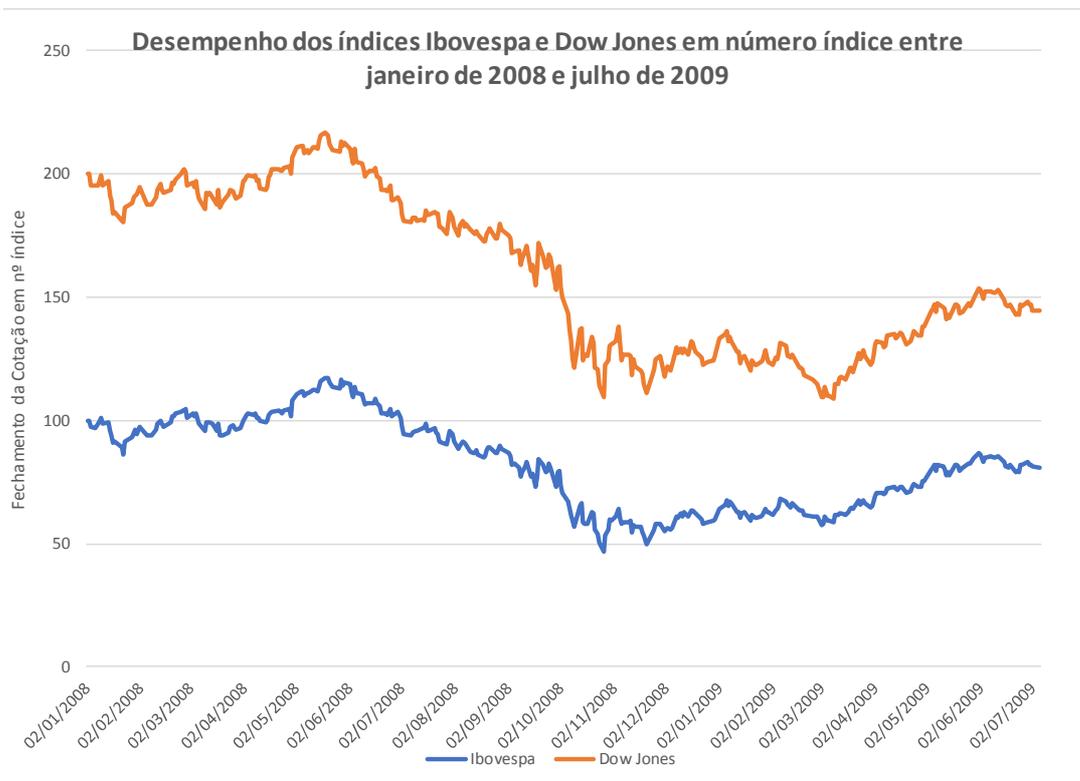
O gráfico a seguir, mostra o crescimento anual do PIB brasileiro e o número de ofertas públicas de ações realizadas no país no período que vai de 1999 até 2018.



Fonte: CVM; elaboração própria.

Ao analisar o gráfico é possível observar grande discrepância entre as quantidades de OPAs (Ofertas públicas de ações) realizadas no período: enquanto que em 2007 foram feitas 64 ofertas públicas de ações, no ano seguinte, 2008, apenas 4 foram registradas. A princípio não é possível observar nenhuma aderência muito consistente entre o comportamento do produto interno bruto (PIB) e o número de OPAs. Porém, tendo em mente que em 2008 uma crise econômica de proporções mundiais eclodiu no mercado financeiro americano, contaminou mercados ao redor do planeta e foi a grande responsável pela queda de 0,1% do PIB brasileiro em 2009, podemos vislumbrar alguma relação, visto que a oferta pública de ações saiu de 64, em 2007, para apenas 4, em 2008. Em um ambiente de incerteza na economia como um todo, e, neste caso, ainda mais aguda no mercado financeiro, é de se esperar que haja redução na liquidez e consequente menor disposição de pessoas físicas, jurídicas e investidores institucionais de aportarem capital no mercado acionário. Da mesma forma, torna-se menos interessante para empresas buscarem este mercado para financiarem-se, porque as chances de uma eventual tentativa de lançamento de ações ser um fiasco aumentam consideravelmente nesse contexto.

No caso da crise de 2008, com a quebra do banco americano Lehman Brothers, no dia 15 de setembro de 2008, o contágio de outros mercados financeiros ao redor do mundo foi rápido e diversas bolsas de valores apresentaram perdas imediatas, incluindo a brasileira. Isso pode ser observado no gráfico a seguir onde o índice Dow Jones, dos Estados Unidos, e o índice Ibovespa, do Brasil, são comparados.



Para além da crise anteriormente citada, que eclodiu no mercado financeiro, situações de baixo crescimento da economia real causadas por demanda fraca e ociosidade alta tem efeito similar sobre as operações de oferta de ações. Com menores perspectivas de demanda e aumento dos estoques, as empresas ficam desencorajadas a realizar investimentos visando aumentos de produção. A passagem a seguir, retirada de um artigo do programa de pós-graduação da universidade de Taubaté intitulado “O papel dos processos de abertura de capital (*IPO*) das empresas brasileiras na Bovespa como fonte de financiamento”, confirma essa relação.

“Segundo Fonseca (2006) no setor privado a decisão de investir, é tomada com base na avaliação favorável da rentabilidade. Observa-se que as variáveis exógenas estão presentes nesta decisão, dessa forma o crescimento econômico favorece a rentabilidade, enquanto a estagnação prejudica; de certa forma é uma bola de neve, pois se o país não cresce a empresa não investe, e se a empresa não investe ocorre a estagnação. Neste cenário a falta de investimento prejudica a economia.”

Como colocado pela passagem anterior, é possível notar a relação existente entre crescimento econômico e o dinamismo do mercado de capitais ao concluirmos que em um cenário de estagnação econômica, o apetite por investimento das empresas é deprimido diante da demanda

fraca da economia. Desta forma, as empresas tendem a não realizar investimentos substanciais, e, de maneira indireta, acabarão não buscando o mercado acionário ou a abertura de capital (*IPO*) para fazê-lo. De maneira análoga, ofertas iniciais de ações podem ser bons indicadores de que a economia está iniciando um processo de aumento dos investimentos, como é defendido na passagem a seguir retirada de reportagem da revista Exâme de janeiro de 2018 intitulada “Aumento a Expectativa por novos *IPOs* em 2018”.

“O aumento do número de *IPOs* é um bom termômetro para a economia do País, porque mostra que as empresas estão buscando crescimento e se capitalizando para isso. Analisando a economia e o mercado de Bolsa, muitos especialistas acreditam que capital não vai faltar para promover o *IPO* dessas empresas. Porém, é preciso deixar claro que a precificação das ações deve ser um aspecto muito importante para sinalizar quais aberturas de capital são mais atrativas para os investidores.”

Com o intuito de identificar matematicamente alguma correlação entre o crescimento econômico e os volumes negociados no mercado de capitais a seguir será apresentada a correlação de Spearman que foi feita utilizando dados do Instituto Brasileiro de Geografia Estatística (IBGE), referentes ao crescimento do produto interno bruto (PIB), juntamente com dados da média diária do volume negociado de empresas do índice Ibovespa de 1986 até 2017, obtidos na Economática. A tabela a seguir segue os moldes da tabela anteriormente apresentada, na seção II.1 deste trabalho, porém inclui uma coluna contendo os anos aos quais os dados se referem. Além disso, é importante ressaltar que com o intuito de deixar os números mais homogêneos, já que está se buscando correlacionar valores monetários com de taxas de crescimento, tudo foi convertido em número índice tomando o ano de 1986 como ano base igual a 100.

Ano	Evolução do Volume médio diário de negociações na Ibovespa em número índice Ano base = 1986	Evolução do PIB Brasileiro em número índice Ano Base = 1986	Ranking 1	Ranking 2	d	d ²
1986	100,00	100,00	1	1	0	0
1987	101,07	103,50	2	6	4	16
1988	1.238,79	103,40	3	5	2	4
1989	14.923,22	106,71	4	7	3	9
1990	144.947,08	102,12	5	2	-3	9
1991	2.116.536,38	103,17	6	4	-2	4
1992	36.387.751,81	102,61	7	3	-4	16
1993	1.770.197.758,82	107,66	8	8	0	0
1994	67.321.755.060,89	113,96	9	9	0	0
1995	79.154.931.208,56	118,77	10	10	0	0
1996	136.019.479.553,70	121,39	11	11	0	0
1997	281.834.807.621,30	125,51	18	12	-6	36
1998	221.236.512.338,29	125,94	15	13	-2	4
1999	212.963.573.321,05	126,53	14	14	0	0
2000	258.684.867.133,10	132,08	16	15	-1	1
2001	209.046.961.310,61	133,91	13	16	3	9
2002	192.231.733.539,05	138,00	12	17	5	25
2003	272.983.826.325,02	139,58	17	18	1	1
2004	417.280.388.706,56	147,62	19	19	0	0
2005	553.337.733.518,89	152,34	20	20	0	0
2006	844.428.283.767,17	158,38	21	21	0	0
2007	1.703.029.089.396,26	167,99	22	22	0	0
2008	2.027.978.069.764,92	176,55	24	24	0	0
2009	1.913.631.019.311,44	176,33	23	23	0	0
2010	2.325.805.256.323,09	189,60	25	25	0	0
2011	2.333.255.320.551,71	197,14	26	28	2	4
2012	2.556.268.783.034,54	200,92	28	30	2	4
2013	2.714.323.558.347,07	206,96	31	31	0	0
2014	2.646.018.665.532,28	208,01	29	32	3	9
2015	2.497.087.509.575,64	200,16	27	29	2	4
2016	2.693.352.896.720,94	192,97	30	26	-4	16
2017	3.172.838.072.309,41	194,90	32	27	-5	25
						196

O número apresentado na base da coluna “d²”, 196, representa o somatório das diferenças das posições dos *rankings*. Aplicando a fórmula do Rô de Spearman, com “n”, sendo o número de

observações, igual a 32. Obtemos o seguinte coeficiente de correlação: 0,96412. Valor muito próximo de 1, o que indica que o crescimento econômico e o volume médio negociado no índice Ibovespa tem correlação positiva entre si.

II.3 – EVOLUÇÃO DA TAXA DE JUROS

As taxas de juros da economia também são fator relevante a se levar em conta para analisar o comportamento do mercado acionário brasileiro. Afinal, os juros vigentes em qualquer economia são sempre balizadores do custo de oportunidade de investimento do capital. Em outras palavras, em economias com taxas de juros elevadas é de se imaginar que o custo de oportunidade de se manter dinheiro parado, na forma de papel moeda ou depósito em conta, é também mais elevado, pois essa decisão acaba representando a perda de uma boa oportunidade de fazer este capital render. Da mesma forma em economias com taxas de juros mais baixas, a preferência por liquidez aumenta e mais pessoas se dispõem a aplicar o dinheiro em investimentos cujos rendimentos estão atrelados a essas taxas de juros, buscando assim formas mais arriscadas de investimento para obter retornos maiores.

A discussão a respeito das diferenças entre os investimentos em renda fixa e renda variável se faz valer aqui. Investimentos em renda fixa são usualmente indexados a taxa de juros definida pelo Banco Central do Brasil, a taxa SELIC. Há também aqueles que são indexados à inflação e o sistema de metas inflacionárias, vigente no país desde 1999, determina que a taxa de juros deve ser definida com o objetivo fim de manter a inflação dentro das bandas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), sempre perseguindo atingir a meta central. Desta forma, a inflação no Brasil está intimamente ligada a taxa de juros e vice-versa. Ou seja, em cenários de inflação ascendente, o Banco Central movimenta-se no sentido de elevar a taxa de juros da economia. Isso torna o custo de captação do dinheiro mais elevado e na ponta da cadeia acaba tendo efeitos no custo do crédito e no consumo, assim reduzindo o ritmo de aceleração dos preços. O contrário também é verdade: em cenários de inflação baixa e bem-comportada o Banco Central reduz a taxa de juros visando estimular a economia via barateamento do crédito, que vem a reboque da redução da taxa SELIC. Portanto, é de se imaginar que em cenários de inflação alta, os juros também serão altos e os investimentos em renda fixa indexados a qualquer uma dessas variáveis também terão seus ganhos inflados. De maneira análoga, em cenários de

inflação e juros baixos, outros investimentos tornam-se mais atrativos, entre eles a aplicação em bolsa de valores.

Em suma, cenários com inflação bem-comportada e juros baixos tendem a ser benéficos ao mercado de capitais especificamente para o segmento de renda variável. Possibilidades menores de retorno advindas dos investimentos em renda fixa estimulam muitos investidores a migrarem para a compra de ações, o que por sua vez cria um contexto de maior liquidez, maior volume de transações e mais interessante para empresas abrirem capital.

Com o objetivo de identificar alguma correlação entre o volume transacionado no mercado financeiro e a taxa de juro, neste caso a SELIC, a seguir a correlação de postos de Spearman será utilizada para identificar se ambas são negativamente correlacionadas, como é de se esperar. A série histórica da evolução da taxa SELIC foi obtida no *site* do Banco Central do Brasil, sendo sempre considerada a taxa de juro SELIC vigente ao fim de cada ano. Os dados referentes a média anual do volume diário de negociações no índice Ibovespa foram extraídos da Economática. Assim como foi feito na correlação anterior, também foi utilizado número índice tomando o primeiro ano da série analisada como base, fixa em 100 para facilitar a análise dos dados.

Ano	Evolução do Volume médio diário de negociações na Ibovespa em número índice Ano base = 1996	Evolução da taxa SELIC fim de ano em número índice Ano Base = 1996	Ranking 1	Ranking 2	d	d ²
1996	100,00	100,00	1	20	19	361
1997	207,20	166,54	8	22	14	196
1998	162,65	145,91	5	21	16	256
1999	156,57	79,32	4	17	13	169
2000	190,18	68,42	6	13	7	49
2001	153,69	79,57	3	18	15	225
2002	141,33	91,48	2	19	17	289
2003	200,69	78,70	7	16	9	81
2004	306,78	71,97	9	14	5	25
2005	406,81	75,19	10	15	5	25
2006	620,81	57,10	11	10	-1	1
2007	1252,05	46,70	12	7	-5	25
2008	1490,95	57,02	14	9	-5	25
2009	1406,88	36,13	13	3	-10	100
2010	1709,91	44,53	15	5	-10	100
2011	1715,38	47,62	16	8	-8	64
2012	1879,34	29,82	18	1	-17	289
2013	1995,54	37,18	21	4	-17	289
2014	1945,32	45,53	19	6	-13	169
2015	1835,83	59,11	17	12	-5	25
2016	1980,12	58,06	20	11	-9	81
2017	2332,64	30,91	22	2	-20	400
						3244

O número apresentado na base da coluna “d²”, 3244, representa o somatório das diferenças das posições dos *rankings*. Aplicando a fórmula do Rô de Spearman, com “n”, sendo o número de observações, igual a 22. Obtemos o seguinte coeficiente de correlação: -0,8317. Valor próximo de -1, o que indica que a taxa de juro SELIC e o volume negociado no índice Ibovespa, tem correlação negativa entre si.

II.4 – ENTRADA DE CAPITAL ESTRANGEIRO

Como já foi colocado anteriormente, um mercado onde há liquidez abundante, investidores dispostos aplicar capital visando rendimentos e boas perspectivas sobre o crescimento futuro são férteis ao mercado de ações e boa janela de oportunidade para empresas abrirem seu capital. A entrada de capital estrangeiro é outro fator que vem a contribuir com a liquidez do sistema financeiro e nas últimas décadas tem apresentado crescimento consistente no Brasil.

Inovações regulatórias já mencionadas como a criação dos níveis de governança 1 e 2 da BM&F Bovespa e o anterior lançamento de ações de empresas brasileiras em mercados externos auxiliaram e deram arcabouço para o contínuo incremento da participação de estrangeiros na bolsa de valores.

Segundo trabalho acadêmico de Humberto Garcia, da UNICAMP publicado em 2015, a evolução da participação de estrangeiros no mercado acionário brasileiro aumentou consistentemente desde 2002 até 2014, de forma que esse grupo de investidores terminou o período analisado sendo o maior *player* da bolsa de valores de São Paulo, responsável por mais de 50% do volume negociado como é colocado na passagem e nos dois gráficos a seguir:

“[...] durante o período estudado, observa-se um grande aumento da participação dos investidores estrangeiros no mercado acionário brasileiro, tornando-se o player majoritário na BM&FBOVESPA a partir de 2014. Este fato evidencia que a grande maioria dos fluxos de investimentos estrangeiros em ações no Brasil foram entradas de capital externo na bolsa brasileira durante os anos de 2002 e 2014 (Figura 1). Os investidores externos, que eram responsáveis por 26,3% do volume financeiro transacionado na bolsa brasileira em Janeiro de 2002, aumentaram sua participação de mercado para 52,4% em Novembro de 2014. No período estudado, o menor valor médio da participação do capital externo na bolsa foi de 21,6% no período compreendido entre Novembro de 2002 e Janeiro de 2003. Já em Outubro de 2014, o investimento estrangeiro na BM&FBOVESPA atingiu seu valor máximo de 55,2% na participação do volume transacionado em ações.

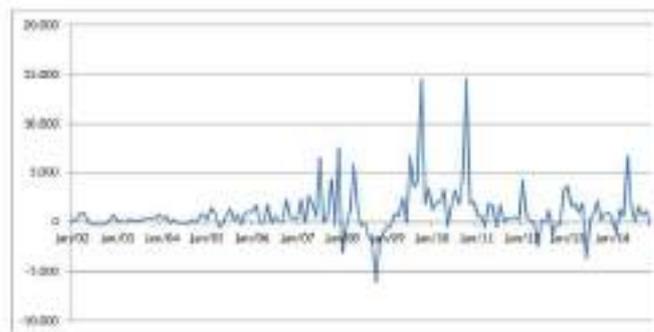


Figura 1 – Fluxo mensal dos investimentos estrangeiros em ações (FLUXO) entre Janeiro de 2002 e Dezembro 2014 em milhões de US\$.

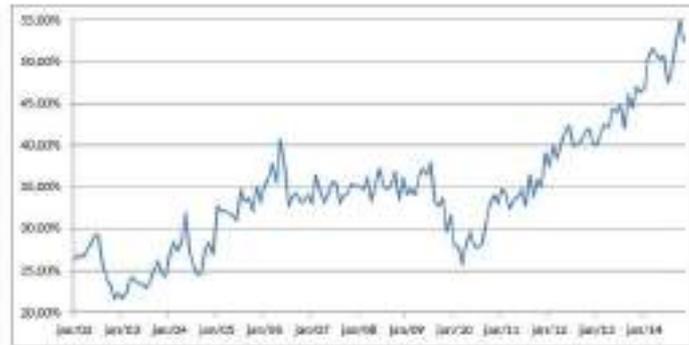


Figura 2 – Evolução da participação mensal dos investidores estrangeiros no volume financeiro total transacionado em ações na BM&FBOVESPA entre Janeiro de 2002 e Dezembro 2014.

Fonte:

GARCIA, Marcelo Humberto (2015); Investimento estrangeiro na BM&FBovespa: Uma avaliação do impacto de fatores macroeconômicos, página 23 e 24.

Com o objetivo de atestar alguma correlação entre o Investimento estrangeiro direto na economia brasileira e o volume negociado na bolsa de valores, mais uma vez será utilizado neste trabalho o Coeficiente de Spearman para atestar essa correlação, e espera-se que a mesma seja positiva. Ou seja, quando o investimento estrangeiro é crescente, o volume negociado no mercado de capitais do País também é de forma que quando ele decresce o volume negociado na Bolsa de Valores também cai.

Os dados utilizados para o cálculo da média diária do volume transacionado ao longo dos anos no índice Ibovespa, foi obtido pelo programa Economática e os dados referentes ao investimento estrangeiro direto, no site do Banco central, sendo que o início da série data de 2006. Portanto, 2006 foi utilizado como ano base da análise que mais uma vez converteu os valores para número índice com base fixa em 100

Ano	Evolução do Volume médio diário de negociações na Ibovespa em número índice Ano base = 2006	Evolução do Investimento Estrangeiro Direto Total Ano Base = 2006	Ranking 1	Ranking 2	d	d ²
2006	100,00	100,00	3	12	-9	81
2007	134,39	49,70	5	3	2	4
2008	193,24	73,84	6	7	-1	1
2009	85,50	34,66	2	1	1	1
2010	391,45	124,03	13	13	0	0
2011	294,21	96,15	10	10	0	0
2012	122,39	56,19	4	4	0	0
2013	228,49	74,58	9	8	1	1
2014	329,10	97,85	11	11	0	0
2015	358,01	83,75	12	9	3	9
2016	218,10	73,37	8	6	2	4
2017	79,68	45,21	1	2	-1	1
2018	205,39	57,99	7	5	2	4
						106

O número apresentado na base da coluna “d²”, 106, representa o somatório das diferenças das posições dos *rankings*. Aplicando a fórmula do Rô de Spearman, com “n”, sendo o número de observações, igual a 13. Obtemos o seguinte coeficiente de correlação: 0,7088, valor próximo de 1, o que indica que o investimento estrangeiro e o volume negociado no índice Ibovespa, tem correlação positiva entre si.

II.5 – O TAMANHO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Antes de trabalhar mais profundamente os dados obtidos com o coeficiente de Spearman e com a finalidade de realizar uma comparação entre países que possuem mercados de capitais e o Brasil, neste trabalho, foi desenvolvida a análise que será exposta a seguir utilizando a seguinte metodologia: foram extraídos da Bloomberg¹⁴ as quantidades de ações negociadas em mercado até então emitidas em diferentes países até o ano de 2019 (na terceira coluna da esquerda para a direita da tabela abaixo). Posteriormente, as projeções das populações dos mesmos países para o ano de 2019, as quais foram obtidas no site da Divisão de População das Nações Unidas, foram coletadas (representadas na segunda coluna da esquerda para a direita da tabela abaixo). Por fim, buscou-se estabelecer uma relação entre a quantidade de habitantes e o número de

¹⁴ A Bloomberg L.P. é uma empresa de tecnologia e dados para o mercado financeiro e agência de notícias operacional em todo o mundo com sede em Nova York.

papéis¹⁵ emitidos no mercado de cada país. Desta forma, os resultados encontrados podem fornecer uma ideia do tamanho do mercado financeiro em cada país em termos relativos, ou seja, proporcionalmente ao tamanho de suas populações. Os dados que estão dispostos na tabela abaixo e foram colocados em ordem crescente, significando que os países com a menor relação entre número de habitantes por papel emitido, teriam os mercados de capitais mais desenvolvidos.

País	População em Milhares de habitantes	Número Ações emitidas em cada país	Milhares de habitantes/ Papel Emitido no Mercado
Suíça	8 601	948	9,07
Canadá	37 319	4055	9,20
Austrália	25 125	2258	11,13
Coréia do Sul	51 207	3029	16,91
EUA	329 018	12244	26,87
Japão	126 637	4055	31,23
Malásia	32 535	996	32,67
Reino Unido	66 960	1715	39,04
Alemanha	82 388	1152	71,52
França	65 492	900	72,77
Espanha	46 387	342	135,64
África do Sul	58 288	413	141,13
Rússia	143 546	1007	142,55
Itália	59 133	384	153,99
Turquia	83 339	412	202,28
Índia	1 373 708	5128	267,88
China	1 418 738	4925	288,07
Egito	101 797	261	390,03
Indonésia	270 502	653	414,25
Argentina	45 194	107	422,37
Brasil	212 848	488	436,16
Colômbia	50 003	78	641,06
México	132 907	185	718,42
Nigéria	202 399	210	963,80
Moçambique	31 656	7	4522,32

Fontes: Bloomberg e Divisão de População das Nações Unidas. Elaboração própria

¹⁵ O número de papéis citado não se refere à quantidade de ações em mercado e sim a quantidade de entidades que abriram capital. Por exemplo: a ação PETR4, ação preferencial da Petrobrás, conta como 1 papel emitido no mercado brasileiro.

O Brasil não aparece bem na comparação com muitos países ao ficar na 21ª posição entre 25 países analisados, o que indica que tem um mercado de capitais ainda pequeno comparado a outras nações e até mesmo entre seus pares emergentes. A análise indicou que para cada papel existente no mercado de capitais brasileiro existem aproximadamente 437 mil habitantes, enquanto que na Suíça, primeira da lista, este número cai para apenas 9 mil habitantes.

Vale ressaltar que a grande proporção de habitantes por papel emitido ao mesmo tempo que indica que existem muitos investidores em potencial para aplicarem suas poupanças no mercado de capitais, também aponta para grande potencial de abertura de capital por empresas além de lançamento de outros produtos em mercado. Contudo, para que isso ocorra é preciso que os investidores tenham conhecimento e acesso as mais diversas possibilidades de investimento, além de instrução sobre investimentos que lhes possibilita tomar decisões mais sensatas e baseadas em fatos e não especulações. Na sessão seguinte esses aspectos serão melhor debatidos.

Por fim, é importante notar que essa análise não avalia todos os aspectos a respeito do desenvolvimento dos mercados financeiros na medida em que não leva em conta a qualidade dos papéis emitidos nem o valor de mercado das companhias. Deste modo, é possível imaginar determinado país que tenha poucas emissões de ações em seu mercado de capitais, porém as que possui, têm alto valor de mercado, ao passo que países com muitas emissões podem ter valores de mercado muito baixos, indicando um mercado pulverizado em empresas pequenas. Todavia, buscou-se selecionar países de todos os continentes e com diferentes perfis de desenvolvimento para que a análise fosse o mais conclusiva quanto possível.

II.6 - INTERPRETAÇÃO DOS DADOS E PERSPECTIVAS SOBRE O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

Com a constatação em mãos de que o mercado brasileiro de capitais não é tão desenvolvido, ou em outras palavras, não é tão amplamente utilizado pela população quanto em outros países, agora o objetivo é encontrar paralelos entre algumas das constatações feitas a partir das correlações encontradas pelo coeficiente de correlação de postos de Spearman e motivos que apontam para a pequenez do mercado brasileiro de capitais.

Primeiramente, é de se notar que nenhum coeficiente de correlação de postos de Spearman encontrado apontou relação perfeitamente linear. Ou seja, nenhum coeficiente atingiu valores de -1 ou 1, significando que as variáveis não são nem negativamente nem positivamente correlacionadas entre si de forma perfeita. Isso permite concluir que o mercado de capitais brasileiro também está condicionado a outros fatores, além dos estudados, que influenciam seu comportamento. O objetivo do trabalho agora será debater de que maneira alguns desses fatores podem vir a influenciar o mercado de capitais no Brasil e como contribuem para ele ainda ser pequeno quando comparado a outros países.

De antemão é necessário ressaltar a dificuldade de captar, por meio do uso de instrumental estatístico, todos esses fatores, pois muitos deles tem interpretações um tanto subjetivas. A sensação de segurança jurídica e a percepção de boa governança, por exemplo, foram anteriormente citadas neste trabalho como importantes para o desenvolvimento do mercado de capitais no país. Porém, a dificuldade de quantificar em números a percepção dos indivíduos partícipes do mercado em relação ao que é considerado um ambiente com boa segurança jurídica e governança, torna a comprovação matemática da sua influência sobre o mercado de capitais um tanto complicada. Outro fator amplamente citado em artigos acadêmicos como sendo um empecilho ao desenvolvimento do mercado é a falta de educação financeira por boa parte da população, juntamente com razões culturais. Estes últimos também difíceis de serem quantificados. Entretanto, legislações implementadas pela própria Comissão de Valores Mobiliários (CVM) corroboram com a tese de que fatores como a educação financeira tem sim relevância no desenvolvimento do mercado brasileiro de capitais conforme é colocado na passagem¹⁶ a seguir:

“A educação de investidores e a educação financeira também têm sido objeto de atenção da CVM. Em 22 de dezembro de 2010, por meio do Decreto no 7.397, foi instituída a Estratégia Nacional de Educação Financeira, Enef, como resultado de esforços conjuntos do Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e de Capitalização, Coremec, e de diversos órgãos e entidades públicas e privadas. Trata-se de política pública com o objetivo de proporcionar à população conhecimentos sobre planejamento, orçamento e consumo de produtos financeiros. Entre as iniciativas previstas na Enef, destaca-se o Programa de Educação Financeira nas Escolas, conduzido com a participação de

¹⁶ A Evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. RODRIGUES, Ana Carolina. Artigo publicado em 03/09/2012 na Revista Jurídica da presidência páginas 422 e 423.

instituições dos setores Revista Jurídica da Presidência Brasília v. 14 n. 103 Jun./Set. 2012 p. 405 a 427 Ana Carolina Rodrigues 423 educacional e financeiro, privado e público, sob a coordenação da CVM. Ademais, anteriormente à instituição da Enef, teve início, em 2010, o Projeto Piloto de Educação Financeira nas escolas de ensino médio, cuja primeira etapa foi concluída e envolveu cerca de 900 escolas e 27 mil estudantes de escolas do Ceará, Tocantins, Rio de Janeiro, São Paulo, Minas Gerais e Distrito Federal (CVM, 2010). Com base no exposto, é possível notar que, pela primeira vez na história do mercado de valores mobiliários brasileiro, há uma preocupação com a captação sustentável do pequeno investidor. Durante muito tempo, a participação dos pequenos investidores foi marginalizada ou incentivada de forma irresponsável. Em um cenário de informação escassa e alto risco, poucos investidores poderiam aplicar seus recursos sem incorrer em substanciais prejuízos. É possível afirmar que, até pouco tempo, os altos níveis de assimetria informacional e a precariedade dos mecanismos de proteção aos pequenos investidores, além de outros fatores, acabavam por restringir a atratividade do mercado de capitais para os investidores não profissionais. Essa realidade contribuiu para afastar o pequeno investidor do mercado de valores mobiliários.”

Adicionalmente à carência de educação financeira por parte de investidores em potencial, são apontados, no meio acadêmico, outras razões que impedem um desenvolvimento mais robusto do mercado capitais no país. Segundo relatório divulgado em 2018 pela ANBIMA intitulado “O raio x do investidor brasileiro”, há no país certa preferência por aplicações como a poupança, decorrente de uma elevada preferência por liquidez que existe entre os indivíduos da população. Essa preferência, por sua vez, é tida como fruto de uma “memória inflacionária”, onde a desvalorização rápida do poder de compra da moeda, no passado, fazia a população antecipar o consumo o máximo possível para, assim, não ter seu poder de compra corroído pela alta dos preços. Isso faz com que aplicações que permitam o saque imediato sejam preferíveis em relação a aplicações nas quais é necessário que o capital fique aplicado por um período de tempo suficientemente longo para que se obtenham rendimentos vantajosos. Há também maior preferência sobre as aplicações em produtos de renda fixa em detrimento de produtos da renda variável. O fato de muitos dos produtos de renda fixa estarem atrelados às taxas de juros, que no Brasil são historicamente altas, por si só já faz com que investidores não considerem aplicar recursos na renda variável por uma questão de balanço de riscos e retorno. Vale ressaltar que essa última informação é corroborada pelo que foi constatado na seção II.3 deste trabalho, onde conclui-se que o volume médio de negociações na bolsa de valores tem correlação negativa com as taxas de juros vigentes na economia. A tabela abaixo mostra os resultados da pesquisa realizada pelo Instituto Data folha e contratada pela ANBIMA em agosto de 2018, onde foi perguntado aos entrevistados se eles detinham conhecimento sobre diversos tipos de

investimento e se os mesmos utilizavam algum deles. Na pesquisa espontânea as opções de investimento não foram reveladas, enquanto que na pesquisa estimulada foram oferecidas as opções.

CONHECIMENTO SOBRE FINANÇAS E INVESTIMENTOS

	Conhecimento espontâneo	Conhecimento geral (espontâneo + estimulado)	Utilização
Poupança	32%	92%	37%
Ações na bolsa	11%	77%	1%
Fundos de investimento	9%	58%	2%
Títulos públicos	8%	43%	1%
Títulos privados	7%	36%	2%
Previdência privada	3%	71%	3%
Moedas Digitais	2%	43%	1%
Não lembra	1%	1%	-
Não conhece/utiliza/pretende utilizar	54%	3%	57%

Fonte: Relatório O raio x do investidor brasileiro da ANBIMA. Elaboração própria.

Como é possível observar na tabela acima, o investimento mais conhecido na população brasileira é a caderneta de poupança, o mesmo ocorre com a sua utilização, que é feita por 37% dos entrevistados. A compra de ações na bolsa de valores é menos conhecida que a poupança, porém logo atrás como tipo de investimento mais conhecido, tanto na pesquisa espontânea quanto na estimulada. Contudo, quando se trata da utilização da bolsa de valores como investimento dos entrevistados, apenas 1% diz utilizá-la. Títulos públicos, privados e fundos de investimentos, somam 5% na utilização dos entrevistados, números também pouco expressivos. Deste modo, o desconhecimento de parcela expressiva da população pode explicar, em parte, fatores que jogam contra o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

Entraves institucionais também são exemplos de componentes que podem atrapalhar o desenvolvimento do mercado de capitais ao lado de fatores macroeconômicos, conforme é

colocado na passagem do artigo¹⁷ a seguir, publicado pela revista aplicada da FEA-USP, que além de sugerir a influência negativa da criação de impostos sobre as aplicações em renda variável, também indica que fatores como a governança, ambiente institucional e taxas de juros são capazes de afetar o mercado de capitais, corroborando com aquilo que fora exposto nas seções I.6, I.7 e II.3 deste trabalho.

“O mercado de capitais no Brasil passou por um ciclo de expansão nos anos 90. Em grande parte este movimento foi resultante de uma entrada expressiva de capitais estrangeiros. Já no final da década, houve uma forte contração. Mais frequentemente este declínio é atribuído a dois fatores: 1) instituição e posterior aumento da CPMF que encareceu exageradamente o custo de transação; e 2) persistência de altas taxas de juros que tornam os investimentos de renda variável menos atrativos vis-à-vis ativos de renda fixa. Este trabalho revê a experiência dos anos 90, fornecendo dados e elementos conceituais que sustentam a conclusão de que muito embora fatores conjunturais e de natureza macroeconômica constituam obstáculos ao desenvolvimento do mercado de capitais, sua remoção não é suficiente para garantir que tais mercados se desenvolvam. É necessário que também se considerem os entraves institucionais, tais como governanças corporativas (proteção a investidores minoritários), eficiência do sistema Carvalho, A. G.: Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil 597 judiciário, estrutura da indústria de *underwriting* etc. A solução destes problemas estruturais é fundamental, pois somente sua remoção pode promover um crescimento equilibrado e sustentado do mercado de capitais.”

Por fim, outra característica importante a ser levada em consideração para averiguar entraves ao crescimento e desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil é a renda disponível para ser poupada pela população. A passagem¹⁸ a seguir, extraída do estudo do “raio-x do investidor” feito pela ANBIMA, deixa claro que no país ainda há pouca propensão a poupar e isto está ligado a questões socioeconômicas. Populações de renda baixa acabam sendo excluídas de qualquer possibilidade de ingressar no mercado de capitais pelo simples fato de não terem capacidade de poupar, em outras palavras, toda a renda deste extrato social é destinada para cobrir suas despesas básicas e não sobram recursos para serem alocados em investimentos. Essa população de renda mais baixa, tem a propensão marginal a consumir extremamente elevada na medida em que toda a renda é destinada ao consumo e nada a ser poupado. É sabido que quanto maior a renda, maior a propensão marginal a poupar, deste modo, em locais com renda má distribuída, serão formados “bolsões” de poupança, concentrados nas mãos dos indivíduos

¹⁷ CARVALHO, A. Gledson Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil – a experiência dos anos 90. Publicado na Revista e economia aplicada do departamento de economia da FEA-USP V.4, N.3, no ano de 2000, Página 621.

¹⁸ ANBIMA, O Raio x do investidor brasileiro, 2018. P. 7

de renda mais alta. É nesses “bolsões” de poupança que estão concentrados os investidores do mercado de capitais no Brasil.

“Um dos primeiros questionamentos da pesquisa teve o objetivo de conhecer a relação dos brasileiros com o dinheiro para, mais para frente, aprofundarmos nas questões relacionadas aos produtos financeiros. Os resultados mostram que, o motivo alegado é falta de dinheiro, sob a justificativa de que todo valor que entra é destinado a pagar as contas do mês. Nesse universo, as mulheres com mais de 35 anos, pertencentes à classe C e com escolaridade até o ensino fundamental são maioria.”

Em suma, podem ser encontrados diversos fatores que atravancam o desenvolvimento do mercado de capitais no país, desde fatores macroeconômicos conjunturais até fatores culturais e estruturais. A seguir, na conclusão deste trabalho serão apontadas algumas medidas que, se implementadas ou reforçadas, podem contribuir tanto para o aumento do número de investidores na população quanto para o crescimento do número de empresas dispostas a se financiarem via mercado de capitais.

CONCLUSÃO

A análise estatística de dados e as informações até então expostas neste trabalho permitem concluir que os movimentos do mercado de capitais estão intrinsecamente interligados com o comportamento da economia brasileira como um todo. Sua influência sobre a economia tem crescido ao longo dos anos e a evolução do volume médio negociado em bolsa de valores tem demonstrado isso. Porém, muitos fatores ainda impedem que este mercado se desenvolva de forma mais acelerada e alcance fatias maiores da população, que ainda oferecem resistência e demonstram desinformação sobre o assunto, muitas vezes preferindo aplicar seu capital acumulado na forma de poupança em outros produtos.

É possível concluir também que variáveis macroeconômicas afetam o crescimento deste mercado de forma que, ao longo dos anos, os ciclos de crescimento, juros e inflação vividos na economia brasileira tiveram impacto direto sobre a evolução do mercado financeiro do país. Mudanças regulatórias e o desenvolvimento de mecanismos de governança também são indispensáveis para garantir a perpetuidade do crescimento deste mercado já que situações de perda de credibilidade, como a ocorrida após o *boom* da bolsa de valores do Rio de Janeiro nos anos 1970, ajudam a comprovar que não basta haver crescimento econômico, inflação bem comportada e juros baixos para incentivar e garantir o crescimento deste mercado, também é necessário haver segurança jurídica, boa governança por parte das empresas, regulamentação e fiscalização eficientes por parte dos órgãos competentes.

Apesar dos entraves citados o mercado brasileiro de capitais continua crescendo dia após dia e é ambiente muito fértil para novos projetos, além de estudos acadêmicos a respeito do mesmo. A população, o mercado consumidor e o número de empresas no país são grandes em termos absolutos o que cria um ambiente fértil em oportunidades de aplicação de recursos financeiros em projetos produtivos. A abertura de capital oferece a possibilidade de empresas financiarem-se de forma menos onerosa e ao mesmo tempo contribuírem com o dinamismo do mercado financeiro e crescimento da economia, gerando empregos e renda para o país.

Por fim, utilizando as informações e os conhecimentos desenvolvidos e adquiridos neste trabalho, termino por sugerir algumas ações que podem incentivar o crescimento do mercado

de capitais brasileiro para benefício de toda a população, são elas: Incentivo a ações de educação financeira da população por agentes e entidades públicas e privadas; progressividade da tributação e ações governamentais que visam a distribuição de renda da população; desregulamentação e desburocratização do processo de abertura de capital de novas empresas; barateamento das taxas cobradas no processo de abertura de capital pelos órgãos reguladores; busca por refinar os instrumentos de fiscalização das companhias no que diz respeito ao atendimento dos melhores parâmetros internacionais de governança corporativa e diligência, tanto para empresas de capital já aberto quanto para as que pretendem abri-lo; comprometimento do governo e do Banco Central com a manutenção do sistema de metas de inflação, buscando sempre manter a inflação bem comportada, os juros baixos e expectativas bem ancoradas; busca pela manutenção e evolução do ambiente de segurança jurídica, garantindo o cumprimento dos contratos e o pagamento aos acionistas e, por fim, a continuidade das ações que visam reduzir as disparidades, ainda existentes, entre o tratamento dado aos acionistas minoritários e majoritários no mercado financeiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

WEBB, Robert; BRAHMA, Sanjukta, Mercados Financeiros. Editora Saraiva, p 3-5 e 15; 2013.

MANIKW, Nicholas Gregory, Introdução à Economia Princípios de Micro e Macroeconomia. Editora Campus, p 56, 2001.

CASAGRANDE Neto, Humberto: Abertura de capital nas empresas brasileiras: um enfoque prático - São Paulo. Editora Atlas, 2000.

PAGANO, M.; PANETTA, F.; ZINGALES, L. Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. The Journal of Finance, v. 53, n. 1, p. 27-64 , 1998.

BELLUCO, Felipe de Brito: Abertura do Capital como o mercado favorece a abertura de capital das empresas. Monografia do curso de ciências sociais aplicadas, curso de administração da UNICEUB – Centro universitário de Brasília; maio, 2008; p. 15-30.

BRITO, R.D.; LIMA, M.R. A Escolha da Estrutura de Capital sob Fraca Garantia Legal: O Caso do Brasil. RBE, Rio de Janeiro, v. 59, n 2, p. 177-208, junho 2005.

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais Fundamentos e Técnicas – São Paulo. Editora Atlas, p 152 e 162; 2005.

PRICE WATERHOUSE COOPERS BRASIL; “Abertura de Capital no Brasil – O Processo e o Papel do Profissional de Relações com Investidores” de 2014.; p 7, 8, 28, 33, 34 < <https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/mercado-capitais/2014/pwc-abertura-capital-brasil-processo-papel-profissional-relacoes-investidores.pdf> > Acesso em 23/01/2018.

SOUZA, Leticia Dos Santos; CORDEIRO, Maria Eduarda. Mercado de capitais: vantagens e desvantagens de abrir o capital de uma empresa privada. Ano 03, Ed. 08, Vol. 05, p 13,14 e 16, Agosto de 2018.

ANDRADE, Alequexandre Galvez; VEIGA, Sylvio Fernando; OLIVEIRA, Edson Aparecida de Araújo Querido; SANTOS, Vilma da Silva; QUINTAIROS, Paulo César Ribeiro e Bovespa; O Papel dos processos de abertura de capital (IPO) das empresas brasileiras na Bovespa como fonte de financiamento; p 2 e 3, 2009.

SEMEDO, Isidro Gomes; Teorias da Estrutura de Capital das Empresas: Uma aplicação às empresas Portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa; p 33 e 34; 2015.

Portal do Investidor CVM; História do Mercado de capitais

<http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html> Acesso em 23/01/2019

FILHO, Alfredo Lamy e PEDREIRA, Bulhões. A lei das S.A., Rio de Janeiro; editora Renovar; p 138, 1992.

Site da Comissão de Valores Mobiliários. Consulta a informações de companhias <<http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/companhias/consultas/consulta-a-informacoes-de-companhias.html>>

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Entrevista ao IPEA São Paulo, 15/06/2012. <http://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&id=2759:catid=28&Itemid=23>

PONTES, Antonio Carlos Fonseca; Ensino da Correlação de Postos no Ensino Médio; Universidade Federal do Acre; p 1.

Reportagem Revista Exâme; publicada em 31/01/2018 <<https://exame.abril.com.br/negocios/dino/aumenta-expectativa-por-novos-ipos-em-2018/>>

Banco de dados do site do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). <<https://sidra.ibge.gov.br/home/pms/brasil>>

GARCIA, Marcelo Humberto; Investimento Estrangeiro na BMF&FBOVESPA: Uma avaliação do impacto de fatores macroeconômicos; Campinas; p 24 e 27; 2015.

RODRIGUES, Ana Carolina. ; A Evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. Artigo publicado em 03/09/2012 na Revista Jurídica da presidência páginas 422 e 423.

Site da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA); Raio x do investidor brasileiro. <http://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2018.htm>

CARVALHO, A. Gledson Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil – a experiência dos anos 90. Publicado na Revista e economia aplicada do departamento de economia da FEA-USP V.4, N.3, no ano de 2000, Página 621.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Histórico das metas para a inflação <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicometas/>>