



O Mercado de Ações no Brasil (2003-2015): Evolução Recente e Medidas Para o Seu Desenvolvimento

Paulo José Whitaker Wolf

Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas

Giuliano Contento de Oliveira

Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas

Alex Wilhans Antônio Palludeto

Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas

Resumo

O artigo analisa o mercado de ações no Brasil entre 2003 e 2015, destacando sua evolução recente e sugerindo medidas para dinamizá-lo. Argumenta-se que o aumento da funcionalidade desse segmento do mercado de capitais no Brasil requer, além da estabilidade macroeconômica, da redução sustentada do patamar da taxa Selic e da revisão da institucionalidade da indexação financeira, a implementação de medidas coordenadas e orientadas para a sua dinamização, tais como: i) mecanismos tributários voltados para aumentar a permanência do investimento estrangeiro e a participação dos investidores domésticos nesse mercado; ii) mecanismos de proteção ao investidor minoritário; iii) redução dos custos de abertura e manutenção de companhias abertas; e iv) desenvolvimento permanente e organizado dos mercados de proteção ao risco.

Palavras chave: Mercado de ações; economia brasileira; financiamento.

Classificação JEL: E44; G00; G10

Abstract

The paper analyzes the Brazilian stock market between 2003 and 2015, highlighting its recent evolution and suggesting policies to stimulate it. It is argued that the increase in the functionality of this segment of the capital market in Brazil requires, in addition to macroeconomic stability, the sustained reduction of the basic interest rate level and the revision of the of financial indexation practices, the implementation of coordinated policies focused on its improvement, such as i) tax mechanisms aimed at increasing the permanence of foreign investment and the participation of domestic investors in this market; ii) mechanisms for the protection of minority shareholders; iii) the reduction of opening and maintaining costs of publicly-held companies; and iv) the permanent and organized development of risk protection markets.

Key words: Stock Market; Brazilian economy; financing.



1. INTRODUÇÃO

Uma economia capitalista constitui um sistema de balanços inter-relacionados, onde o financiamento cumpre papel decisivo para o processo de geração de riqueza e, conseqüentemente, para a determinação dos níveis de renda e do emprego. Os mercados financeiros são, pois, imprescindíveis, seja porque concorrem para atender a liquidez demandada pelo empresário para a realização de investimentos, seja porque permitem a compatibilização dos prazos entre os ativos e passivos detidos pelas empresas (Minsky, 1986; Keynes, 1936; 1937).

Dentre os diversos segmentos do mercado financeiro, o mercado de ações é um dos mais importantes, especialmente em um ambiente de negócios baseado na lógica da governança corporativa. Do ponto de vista do crescimento econômico, esse mercado pode ser fundamental, pois tem a capacidade tanto de permitir a captação de recursos para a realização de investimentos no curto prazo como de propiciar a consolidação financeira das dívidas assumidas para a viabilização do investimento pelas empresas.

Nesse contexto, o objetivo desse artigo é analisar o mercado de ações no Brasil entre 2003 e 2015, destacando os principais avanços e as principais dificuldades para que ele se torne funcional ao crescimento econômico. Ainda que ele tenha se expandido consideravelmente a partir de 2003, esse processo deveu-se mais a fatores conjunturais que estruturais, razão pela qual ele foi interrompido tão logo esses fatores deixaram de existir. Dessa forma, argumenta-se que, para que o mercado de ações se torne mais funcional ao crescimento, é necessário conceber e implementar medidas orientadas para estimular a oferta e a demanda dos títulos de renda variável.

Para tanto, o artigo está dividido em mais três seções, além desta introdução e da conclusão. Na próxima seção, discute-se o comportamento do mercado de ações no Brasil desde 2003. Em seguida, são discutidos os principais obstáculos que impedem que o mercado de ações seja funcional ao desenvolvimento, vislumbrando-se algumas medidas que podem fazer parte de uma política financeira orientada para contribuir para a sua superação desses obstáculos.



2. Panorama e características do mercado de ações no Brasil

O mercado de ações constitui, tradicionalmente, o segmento mais desenvolvido do ainda incipiente mercado de capitais brasileiro, seguido pelo mercado de títulos de dívida pública e, depois, pelo mercado de títulos de dívida privada, o qual inclui os títulos de dívida bancária, os títulos de dívida corporativa e os títulos de cessão de crédito. Entre 2006 e 2012, o estoque de ações cresceu de R\$ 1,5 trilhão para R\$ 2,5 trilhões, retrocedendo a partir de então, até chegar a R\$ 1,9 trilhão em 2015. Neste ano, diante da expressiva desvalorização das ações, de um lado, e da continuidade do crescimento do mercado de títulos de dívida pública e privada, de outro, o mercado de ações deixou de ocupar o segmento mais importante do mercado de capitais no Brasil.

Como mostra a **Tabela 1**, o forte crescimento do estoque de títulos de dívida privada no período mais recente teve como consequência a redução da importância das ações no estoque total de ativos, que passou de 48,7% para 40,3% entre 2006 e 2012, e, depois, para 28,3% em 2015. De fato, o estoque de títulos de dívida privada passou de R\$ 527 bilhões em 2006 para R\$ 1,6 trilhão em 2012, tendo alcançado R\$ 2,3 trilhões em 2015, o que fez com que a sua importância aumentasse de 16,6% para 26,4% e, depois, para 34,9% no mesmo período. Enquanto isso, o estoque de títulos de dívida pública passou de R\$ 1,0 trilhão em 2006 para R\$ 2,0 trilhões em 2012 e para R\$ 2,4 trilhões em 2015, o que assegurou que a sua importância permanecesse relativamente estável ao longo do período, próxima a 35% do total.

Tabela 1 - Estoque dos títulos de renda variável e renda fixa, público e privados – R\$ bilhões

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Mercado de renda fixa										
Títulos de dívida pública (a)	1.094	1.225	1.265	1.388	1.640	1.819	2.075	1.967	2.129	2.480
Títulos de dívida privados	527	653	1.068	1.229	1.379	1.521	1.651	1.894	2.008	2.359
Títulos de dívida corporativos (b)	157	213	267	298	349	410	513	597	694	753
Debêntures	156	210	248	283	338	397	501	585	675	744
Outros	1	3	19	15	11	13	12	12	19	9
Títulos de dívida bancários (c)	346	404	736	849	908	932	918	1008	923	992
CDB	343	397	730	830	854	753	650	640	539	535
LF	0	0	0	0	31	149	236	337	356	434
Outros	3	7	6	19	23	30	32	31	28	23
Títulos de cessão de crédito (d)	24	36	65	82	122	179	220	289	391	606
Mercado de renda variável										
Ações (e)	1.545	2.478	1.375	2.335	2.569	2.294	2.524	2.414	2.243	1.912
Total (a+b+c+d+e)	3.166	4.356	3.708	4.952	5.588	5.634	6.250	6.275	6.380	6.743

Fonte: Anbima. Elaboração própria.

O mercado de ações, contudo, ainda responde por parcela muito reduzida do financiamento dos investimentos das empresas no país. De fato, ainda são poucas as empresas que recorrerem ao mercado de capitais como instrumento de financiamento de longo-prazo, o que concorre na direção de reprimir as decisões de investimento. Essas empresas ainda encontram dificuldades no processo de oferta e de demanda por seus papéis, optando frequentemente por recursos próprios, ou, no caso de recursos de terceiros, ao mercado de crédito e, mais especificamente, aos recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Estudos realizados sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras são bastante ilustrativos a esse respeito. Há relativo consenso de que o financiamento de empresas brasileiras possui preponderância de fontes internas, assim como de que, em relação às fontes externas, o mercado de crédito é preponderante relativamente ao mercado de capitais, sendo que o acesso a essas fontes externas é maior para as grandes empresas. A análise das demonstrações financeiras de 104 grandes empresas industriais brasileiras de capital aberto realizadas por Almeida, Cintra e Avanian (2009) para o ciclo de expansão de 2004 a 2007 estimou em 50,9% a contribuição de lucros retidos para o financiamento das suas atividades. A contribuição da emissão de dívidas de longo prazo foi de 41,4%, sendo 16,9% de financiamento de longo prazo, dos quais 4,5% provêm do BNDES e 1,1% de



debêntures de longo prazo. A emissão ações, por seu turno, foi de 7,6%, sendo 5,0% de ofertas privadas e 2,6% de ofertas públicas. Nesse mesmo estudo, vale registrar, buscou-se apurar as fontes de financiamento que as empresas pretendiam utilizar no futuro próximo por meio da entrevista com representantes de 24 grandes corporações do país. Constatou-se que 39,7% do financiamento total desse grupo decorreria de lucros retidos, 31,4% do BNDES, 11,8% de dívidas no mercado internacional e 4,9% de ações. Outros estudos chegaram a resultados semelhantes para períodos anteriores, como o de Moreira e Puga (2000), para o período de 1995 a 1997, e até mesmo de Singh (1995), para o período de 1985 a 1991, ainda que por metodologias diferentes.

A tradicional reduzida relevância do mercado de capitais para o financiamento das empresas no Brasil também pode ser comprovada mediante análise das principais fontes de financiamento dos investimentos na indústria e em infraestrutura entre 2003 e 2014, tal como mostra a **Tabela 2**. Verifica-se que os recursos para o financiamento dos investimentos das empresas provêm, em primeiro lugar, de recursos internos, oriundos, principalmente, de lucros retidos; em segundo lugar, do mercado de crédito; e, em terceiro lugar, do mercado de capitais. As captações externas também constituem instrumento importante de financiamento do investimento na indústria e em infraestrutura no país, mas essa importância se reduziu consideravelmente nos últimos anos, em função do crescimento do mercado de crédito, no qual se destacam os empréstimos do BNDES, e do mercado de capitais, nos quais se destacam as debêntures.

Tabela 2 - Financiamento do investimento na indústria e em infraestrutura - % do total

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Lucros retidos	49	57	58	42	49	45	31	31	48	43	44	46
BNDES	16	19	20	21	28	31	53	31	27	25	25	23
Captações externas	30	13	10	17	9	6	9	17	7	12	11	11
Debêntures	5	9	10	15	7	3	4	11	17	18	18	18
Ações	0	2	2	5	7	16	4	11	1	2	1	2

Fonte: BNDES. Elaboração própria.

Embora a elevada importância do autofinanciamento não constitua uma especificidade brasileira, uma vez que tanto nos países centrais como nos países periféricos os recursos internos são preponderantes no padrão de financiamento dos investimentos das empresas, pode-se argumentar que as condições inadequadas de financiamento externo em termos de volumes, custos e prazos são



decisivas para essa característica do país e que isso é particularmente grave em função do tamanho das transformações estruturais necessárias para que ele alcance um grau de desenvolvimento superior. Essa condição dificulta o crescimento das empresas, sobretudo as de pequeno e médio porte, o que é particularmente grave, uma vez que são elas as principais responsáveis pela geração de produto, renda e emprego no país (Oliveira, 2010).

O BNDES se destaca em relação às demais fontes externas de financiamento porque assegura recursos em condições muito vantajosas, em termos de volume, custos e prazos, as quais não podem ser obtidas nem no mercado de crédito regular nem no mercado de capitais⁴³. Isso se deve, em grande medida, à origem dos recursos que são emprestados, compostos fundamentalmente por recursos fiscais. Tradicionalmente, a maior parte dos recursos do BNDES provém de recursos de poupança compulsória e, mais especificamente, do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e das contribuições Programa de Integração Social e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS-Pasep), seguida pelos aportes do Tesouro Nacional. Entretanto, a importância dos recursos do FAT/PIS-Pasep relativamente aos recursos do Tesouro Nacional dentre as fontes de recursos do banco diminuiu gradualmente até ser superada em 2010. Desde então, o Tesouro Nacional é o principal credor do BNDES, seguido pelo FAT/PIS-Pasep. As demais fontes de recursos do banco possuem uma importância apenas marginal, como é o caso das captações externas, via organismos multilaterais e instituições de fomento, e das captações internas, por meio da emissão de títulos de dívida no mercado operacionalizada pelo BNDESPar.

Entretanto, em função da origem dos recursos do BNDES, a capacidade de expandir os seus empréstimos em condições favoráveis foi restringida nos últimos

⁴³ Com efeito, o BNDES aumentou consideravelmente os seus desembolsos na última década. Esses desembolsos crescem mais rapidamente a partir de 2008. Isso porque até então, o aumento do crédito foi comandado pelos bancos comerciais, tendo os empréstimos aumentaram muito em áreas que não são de atuação do BNDES, dentre as quais se destaca, evidentemente, o crédito ao consumo, sobretudo para as famílias. E aqui se destaca o crédito dos demais bancos públicos, notadamente, do Banco do Brasil (BB) e da Caixa Econômica Federal (CEF). A demanda por crédito ao investimento das empresas ganhou força após a ocupação da capacidade instalada e as pressões pela expansão da capacidade produtiva, o que só ocorre a partir de 2008. Ou seja, ele está mais relacionado ao comportamento da formação bruta de capital fixo, como demonstra o aumento da participação dos desembolsos direcionados à aquisição de máquinas e equipamentos. De fato, a partir de então, o banco assume um papel central na política anticíclica do governo, assumindo a responsabilidade pela manutenção do financiamento do investimento diante da retração das instituições privadas frente aos primeiros sinais da crise internacional (Torres e Macahyba, 2012).



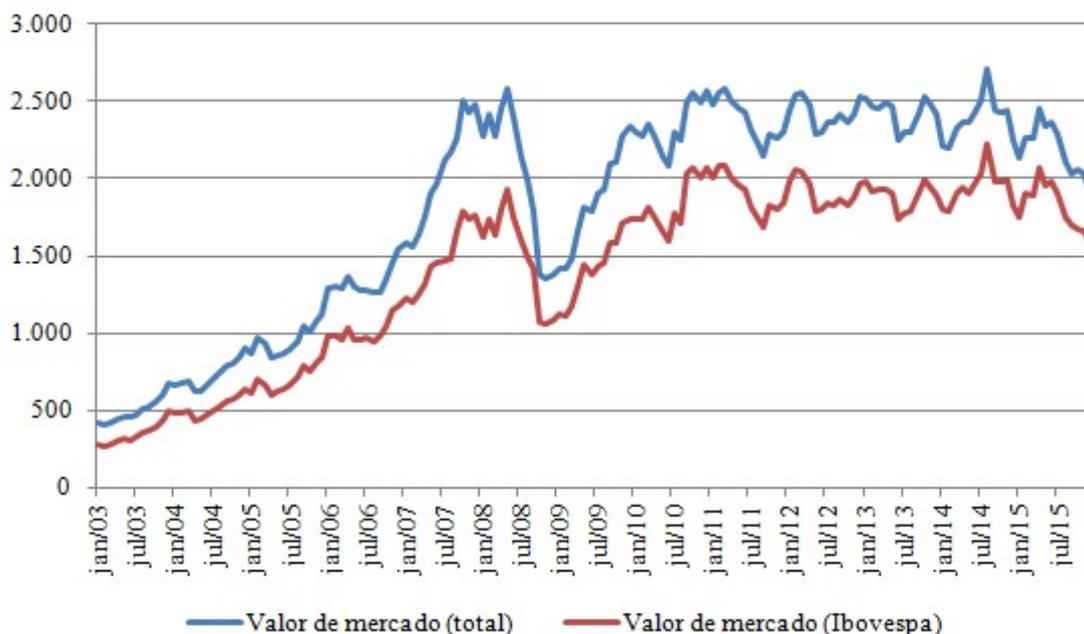
anos. Os aportes do Tesouro Nacional ao banco implicaram um aumento da dívida bruta do setor público. Como a dívida do setor público possui como referência a taxa Selic e os empréstimos do BNDES possuem como referência a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), que é inferior à taxa de juros básica da economia, os empréstimos do BNDES significaram um subsídio do Tesouro Nacional. Diante da crescente dificuldade de o BNDES continuar expandindo seus empréstimos, o desenvolvimento das outras fontes externas de recursos para as empresas mostra-se ainda mais necessário.

Especificamente no que se refere ao mercado de ações no Brasil, ele apresentou um desempenho excepcionalmente favorável até 2008. De fato, as cotações dos ativos negociados na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) aumentaram consideravelmente, o que permitiu que ela se tornasse uma das três maiores do mundo em valor de mercado. O **Gráfico 1** apresenta a evolução do valor de mercado dos ativos das empresas listadas na Bovespa e do valor de mercado dos ativos das empresas listadas nessa bolsa e que compõem o Índice da Bovespa (Ibovespa). O processo de forte alta dos indicadores permaneceu praticamente ininterrupto até 2008, quando diante das incertezas inerentes ao agravamento da crise internacional, após a falência do banco de investimentos norte-americano Lehman Brothers, os preços dos papéis apresentaram forte movimento de queda. Esse processo foi rapidamente revertido e o valor de mercado dos ativos re-tornou ao patamar imediatamente anterior já no início de 2010. A partir de então, o valor de mercado dos ativos das empresas listadas na bolsa permaneceu relativamente estável, sem apresentar tendência de queda ou de alta, ao menos até 2015.

O valor de mercado de todas as empresas listadas na bolsa segue o comportamento das empresas que compõem o índice Ibovespa, conforme esperado, já que esse índice reúne as maiores e mais importantes empresas de capital aberto do Brasil. Entretanto, é importante observar que desde a crise de 2008, a distância entre o valor de mercado dos ativos das empresas listadas na bolsa e o valor de mercado dos ativos das empresas que compõem o índice Ibovespa aumentou ligeiramente. Isso significa que as empresas que compõem o índice apresentaram um comportamento menos favorável que as empresas que

não o compõem naquele período. A desvalorização dos preços das ações da Petrobras, em razão das investigações de corrupção realizadas na companhia, cumpriu papel decisivo para isso.

Gráfico 1 - Valor de mercado dos ativos das empresas listadas na bolsa de valores

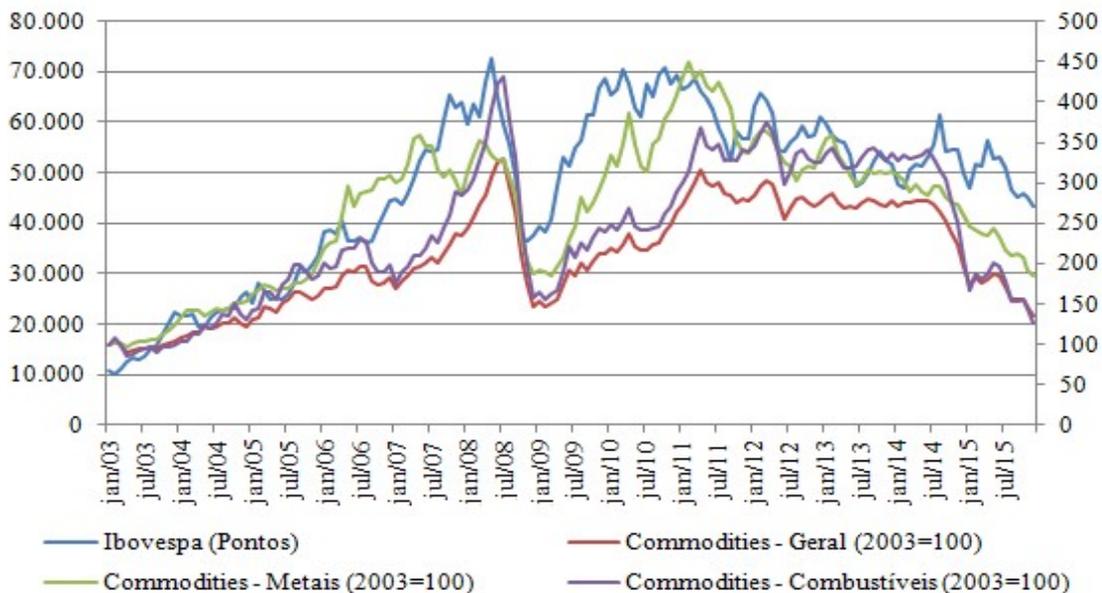


Fonte: BCB. Elaboração própria.

Em verdade, os movimentos de expansão e contração do valor de mercado ativos das empresas listadas na Bovespa e, principalmente, dos ativos das empresas que compõem o índice Ibovespa, estão intimamente relacionados ao melhor ou pior desempenho de algumas poucas ações que respondem pela maior parte dos negócios realizados nesse mercado, em vista de seu elevado grau de concentração (Sant'anna, 2008; Hermann e Martins, 2012). Já que as ações não oferecem qualquer rendimento prefixado aos investidores, o seu retorno depende do desempenho dessas empresas e de seus mercados, os quais determinam as expectativas de dividendos e de valorização e desvalorização dos papéis. Esse é o caso dos papéis emitidos pelas empresas do setor de commodities e das empresas do setor financeiro. De fato, essas ações responderam pela maior parte das compras e vendas realizadas na última década. Em 2014, a Petrobras respondeu por 16% do total e a Companhia Vale do Rio Doce por 8%. Já o Itaú/Unibanco respondeu por 6% do total, o Bradesco por 4% e o BB por 3%, sendo as três empresas do setor bancário.

O **Gráfico 2** ilustra a vulnerabilidade da Bovespa ao desempenho das ações de algumas poucas empresas de alguns poucos setores. Ele apresenta o comportamento do Ibovespa e dos índices de preços de commodities, em geral, e dos preços dos metais e dos combustíveis, em particular. Como pode ser observado, há nítida correspondência entre essas variáveis, conforme esperado, uma vez que as principais empresas com ações negociadas na bolsa de valores, quais sejam, a Petrobras e CVRD, atuam nesses setores. Assim, o Ibovespa apresentou forte crescimento durante o período de 2003 até o primeiro semestre de 2008, acompanhando o excepcional aumento dos preços das *commodities* no mercado internacional decorrente do crescimento dos países desenvolvidos e de alguns países subdesenvolvidos, notadamente a China, além do crescimento das operações de especulação com esses ativos nos mercados financeiros. Tanto o Ibovespa como os preços das commodities caíram rápida e pronunciadamente diante do aprofundamento da crise internacional no segundo semestre de 2008, mas iniciaram uma trajetória de crescimento já no primeiro semestre de 2009, estabilizando-se a partir de 2010, diante das incertezas em relação, sobretudo, ao processo de recuperação econômica dos países centrais.

Gráfico 2 - Ibovespa e índices de preços de commodities



Fonte: BACEN e FMI. Elaboração própria.

Deve-se observar, ainda, que essas tendências de alta ao longo da última década e de estabilização ou queda nos últimos anos não foi acompanhada pela



eliminação do comportamento altamente volátil dos preços das ações no Brasil, em função da maior sensibilidade do Ibovespa às mudanças na conjuntura nacional e internacional. O fato de o valor de mercado dos ativos das empresas listadas na bolsa que compõem ou não o Ibovespa apresentar grandes flutuações em torno de uma tendência sinaliza um mercado mais arriscado, já que a maior variabilidade dos preços dificulta a formulação de prognósticos sobre o seu preço futuro pelos investidores, além de diminuir a confiabilidade nesses prognósticos. Isso tende a inibir investidores mais cautelosos e a estimular aqueles mais arrojados, de comportamento essencialmente especulativo, pouco interessados nos negócios das empresas e, portanto, em manter os ativos em carteira por mais tempo (Carvalho et al., 2009).

Como mostra a **Tabela 3**, o dinamismo do mercado de ações brasileiro também pode ser verificado pelo aumento das ofertas públicas desses ativos⁴⁴. Embora seja possível observar um crescimento dos negócios no mercado primário e no mercado secundário, o aumento das emissões das empresas é particularmente notável, já que ele foi muito superior às emissões de proprietários dos papéis já emitidos. Isso é particularmente importante, pois significa que as empresas se mostraram mais dispostas a captar recursos por meio do mercado de ações no período. Evidentemente, o volume de OPI foi menor do que o aumento do volume de *follow on* tanto no mercado secundário quanto no mercado primário. Nos últimos anos, entretanto, os negócios perderam força, sendo que a queda foi menor no caso das emissões das empresas do que no caso das emissões dos proprietários dos papéis já emitidos.

⁴⁴ Uma oferta pública se refere ao processo por meio do qual uma quantidade de ações é posta à venda, e ela pode ser primária, quando a empresa vende novos papéis e os recursos da venda são internalizados por ela, ou secundária, quando não ocorre a emissão de novos papéis, mas apenas a venda dos papéis já existentes, de modo que os recursos não são internalizados pela empresa que originalmente os emitiu. A oferta ainda pode ser uma Oferta Pública Inicial (OPI), quando as ações de uma empresa são vendidas ao público pela primeira vez no mercado, ou Oferta Pública Subsequente (*follow on*), quando novas ações de uma empresa que já possui capital aberto são vendidas ao público. Importante observar, tanto as OPI como as *follow on* podem ocorrer no mercado primário e no mercado secundário. Por exemplo, a empresa pode, em uma OPI, vender ações que já existiam e estavam sob a propriedade de um único acionista, ao mesmo tempo em que a empresa pode, em um *follow on*, colocar novas ações à venda.

Tabela 3 - Oferta pública de ações – R\$ milhões

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Primária (a)	230	4.523	4.560	15.836	35.288	32.660	29.995	145.381	14.317	12.044	7.226	15.098	17.731
IPO	0	1.913	2.665	8.599	30.961	7.602	904	10.268	5.159	3.257	4.424	106	270
Follow-on	230	2.610	1.895	7.237	4.327	25.058	29.091	135.113	9.158	8.787	2.802	14.992	17.461
Secundária (b)	2.493	5.151	10.449	13.736	34.789	1.856	17.135	6.799	4.851	2.254	16.681	312	603
IPO	0	2.891	2.231	5.600	24.091	0	9.939	1.665	2.308	1.138	13.241	312	603
Follow-on	2.493	2.260	8.218	8.136	10.698	1.856	7.196	5.134	2.543	1.116	3.440	0	0
Total (a+b)	2.723	9.674	15.009	29.572	70.077	34.516	47.130	152.180	19.168	14.298	23.907	15.410	35.192

Fonte: CVM. Elaboração própria.

A grande instabilidade dos volumes decorreu de flutuações do mercado, mas também de algumas operações de grande porte, como foi o caso da *followon* da Petrobras no valor de R\$ 120 bilhões em 2010, parte do qual foi transferido para a União na chamada “cessão onerosa”, por meio da qual ela obteve o direito de explorar as então recém-descobertas reservas do pré-sal. Essa megaoperação correspondeu à maior oferta pública de ações da história mundial. Ela é mais de seis vezes superior à segunda maior *followon* do mercado de ações brasileiro, a da Vale, no valor de R\$ 19 bilhões, em 2008, seguida pela Telefônica, no valor de R\$ 16 bilhões, em 2015, pela Oi, no valor de R\$ 15 bilhões, em 2014, do Banco Santander, no valor de R\$ 14 bilhões, em 2009, do BB Seguridade, de R\$ 11 bilhões em 2013, e do Banco do Brasil, no valor de R\$ 9,8 bilhões, em 2010. É também superior as maiores OPI do mercado de ações brasileiro, como a da Visanet, no valor de R\$ 8,4 bilhões, em 2009, da OGX, no valor de R\$ 8,4 bilhões, em 2008, da Bovespa e da BMF, nos valores de R\$ 6,6 bilhões e R\$ 6 bilhões, respectivamente, em 2007, da Perdigão, no valor de R\$ 5,3 bilhões, em 2009, e da Redecard, no valor de R\$ 4,6 bilhões, em 2007.

Vale notar que o volume das OPI está intimamente relacionado ao ingresso de novas empresas na bolsa, o que, por sua vez, pode ser observado pelo número de empresas listadas na Bovespa. Como mostra o **Gráfico 3**, esse número passou de 395 empresas, em janeiro de 2003, para 359 empresas, em dezembro de 2015, tendo atingido o seu valor mais baixo, de 339 empresas, no início de 2006, bem como o seu valor mais alto, de 405 empresas, pouco tempo depois, no final de 2007 - meses antes da falência do banco de investimentos norte-americano Lehman Brothers e do aprofundamento da crise internacional.

Diversos aspectos contribuem para explicar o desempenho excepcionalmente favorável do mercado de ações brasileiro na última década, bem



como a sua desaceleração nos últimos anos. Em verdade, o seu desempenho ao longo da última década foi expressivamente ligado ao desempenho da economia nacional, o qual, por sua vez, foi ajudado pelo desempenho da economia internacional no período. Tudo isso afetou as expectativas dos investidores nacionais e estrangeiros, bem como a forma como eles desejam conservar a sua riqueza ao longo do tempo, em termos de liquidez e rentabilidade.

De fato, o mercado de ações apresentou forte expansão durante um período excepcionalmente favorável. Entre 2003 e 2008 esse ambiente benigno se traduziu em termos de aumento do superávit comercial e do influxo líquido de capital estrangeiro, o que implicou: i) valorização da taxa de câmbio; ii) flexibilização da política monetária no âmbito do regime de metas para a inflação; e iii) flexibilização da política fiscal no âmbito do regime de metas para o superávit primário. Ao explorar as brechas do regime de política macroeconômica adotado desde 1999, o país passou a apresentar elevado crescimento da renda e do emprego, com taxa de inflação, taxa de juros, déficit público e dívida pública relativamente controlados. A redução do risco-país nesse contexto fez com que as principais agências de classificação de risco internacionais, a saber, *Fitch*, *Moody's* e *Standard and Poor's*, atribuíssem ao país o chamado grau de investimento. Isso incentivou ainda mais o mercado de capitais, já que aumentou a confiança dos investidores nacionais e estrangeiros nos papéis negociados no país, incluindo as ações.

Gráfico 3 - Número de empresas listadas na bolsa de valores



Fonte: BACEN. Elaboração própria.

Entretanto, depois da crise internacional deflagrada no final do terceiro trimestre de 2008, o mercado de ações apresentou forte contração e, depois disso, baixo crescimento, afastando ofertantes e demandantes desses ativos. Depois de 2008, houve redução do saldo comercial e do influxo líquido de divisas. No âmbito interno, verificou-se desvalorização da taxa de câmbio e aumento da taxa de inflação. Mesmo assim, o país manteve a flexibilização da política monetária e da política fiscal, o que teve um efeito inicial bastante positivo no que se refere à manutenção dos níveis de renda e emprego. Entretanto, o crescimento logo perderia força, ao mesmo tempo em que a taxa de inflação, a taxa de juros, o déficit público e a dívida pública aumentavam. A partir de 2014, a crise econômica e social foi agravada pelo aprofundamento da crise política no país. O aumento do risco-país nesse contexto fez com que as principais agências de classificação de risco retirassem do país o grau de investimento atribuído anteriormente. Isso desestimulou ainda mais o mercado de capitais, em particular o de ações.

O desempenho do mercado de ações foi ainda duramente afetado pelas denúncias de corrupção envolvendo a maior empresa brasileira, a Petrobras, e as importantes empresas do setor de construção civil, tais como Camargo Corrêa, OAS e Odebrecht. Além da insegurança disseminada por toda a economia em função da

sua importância para a sustentação do nível de atividade, a Petrobras e as empreiteiras são alguns dos principais emissores de papéis no mercado de capitais.

Nesse contexto altamente desfavorável, o mercado de ações foi movido principalmente pelos papéis de empresas exportadoras e de outras empresas que possuem receitas em moeda estrangeira, já que os seus ganhos em moeda nacional aumentaram consideravelmente diante da forte desvalorização da taxa de câmbio no período mais recente. Essa forte desvalorização da taxa de câmbio ainda contribuiu para desestimular a saída dos investidores estrangeiros, os quais aumentaram consideravelmente a sua participação na bolsa brasileira, em razão da redução do valor do investimento em moeda estrangeira.

A **Tabela 4** apresenta a participação dos principais investidores no mercado de ações do Brasil. Como se pode observar, atualmente, os principais agentes atuando nesse mercado são os investidores estrangeiros, seguidos pelos investidores institucionais, pelas pessoas físicas e pelas instituições financeiras. É importante registrar que, dentre todos os ativos negociados no mercado de capitais, as ações são certamente as que mais são influenciadas pelo comportamento dos investidores estrangeiros. A participação desses investidores aumentou consideravelmente ao longo da última década, tomando o espaço antes ocupado pelas pessoas físicas e instituições financeiras, cuja queda na participação nesse mercado foi bastante pronunciada no período. A maior parte desses investidores estrangeiros é originária dos Estados Unidos, seguidos da Europa e do Japão.

Tabela 4 - Principais investidores no mercado de ações - % do total

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Investidores institucionais	29,4	28,1	27,5	27,2	29,8	27,2	25,7	33,3	33,3	32,0	32,8	29,0	27,2
Investidores estrangeiros	24,1	27,3	32,8	35,5	34,5	35,5	34,2	29,6	34,7	40,4	43,7	51,2	52,8
Pessoas físicas	24,4	27,5	25,4	24,6	23,0	26,7	30,5	26,4	21,4	17,9	15,2	13,7	13,7
Empresas	3,7	3,0	2,3	2,2	2,2	2,8	2,2	2,3	1,7	1,5	1,0	1,0	1,2
Instituições financeiras	18,0	13,8	11,7	10,4	10,4	7,8	7,4	8,4	8,7	8,1	7,4	5,1	5,1
Outros	0,4	0,4	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0

Fonte: BM&FBovespa. Elaboração própria.

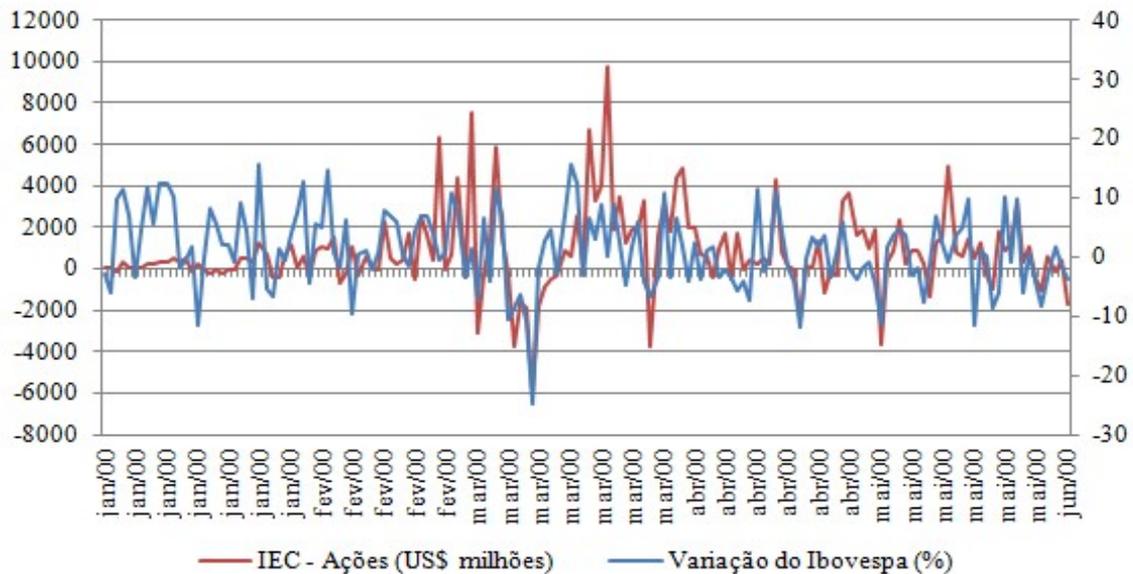
Essa elevada participação do capital estrangeiro torna o mercado de ações altamente suscetível às modulações dos fluxos de capitais decorrente de variações



nas expectativas dos agentes em um determinado contexto de liquidez internacional. Assim, se por um lado nos momentos de menor aversão ao risco e abundância de liquidez internacional o ingresso de capitais estrangeiros concorre para dinamizar o mercado de ações, por outro, nos contextos de maior aversão ao risco e escassez de liquidez internacional, a saída de capitais concorre para acentuar o processo inverso (Oliveira, 2010). Isso pode ser verificado no **Gráfico 4**. É possível perceber expressiva correlação entre o comportamento do Ibovespa e o comportamento do saldo líquido de investimentos estrangeiros em ações. Entre 2004 e 2008, o ingresso de capitais em busca de maior rentabilidade levou a um aumento da demanda por esses papéis e, conseqüentemente, uma elevação dos seus preços. Diante do início da crise, a saída desses capitais, em um processo de fuga para a segurança, levou a uma redução da demanda por ações e a uma redução dos seus preços. Esse processo foi revertido quando os capitais voltaram a entrar no país. Mais recentemente, com a maior cautela dos investidores, os preços voltaram a cair⁴⁵.

⁴⁵ Nos últimos anos, contribuiu para o aumento da liquidez e para a redução das taxas de juros as políticas monetárias fortemente expansionistas adotadas pelos países centrais. De fato, todos eles adotaram programas de expansão quantitativa, os quais consistem na aquisição de títulos públicos e privados no mercado via criação de moeda, a fim de estimular a recuperação do crédito e, conseqüentemente, da demanda, diante do fracasso dos instrumentos convencionais de política em estimular a retomada do crescimento do produto, da renda e do emprego. O *Federal Reserve* foi o primeiro a lançar o programa em 2008. Essa política continuou até o final de 2014, quando foi anunciado o encerramento da terceira e última fase depois ter injetou mais de dois trilhões de dólares na economia norte-americana. O Banco da Inglaterra lançou o seu próprio programa em 2009. Ele atingiu o valor de 375 bilhões de libras em 2012 e se manteve nesse nível desde então, contribuindo para a recuperação do país mesmo diante de uma política fiscal bastante rígida sob o governo conservador. Por sua vez, o Banco do Japão lançou um programa equivalente em 2010. O programa sofreu expansões sucessivas até atingir 80 trilhões de ienes em 2015. Por fim, o Banco Central Europeu foi o último a ceder às pressões, anunciando em 2015 que deverá injetar mais de um trilhão de euros na economia europeia até, pelo menos, o segundo semestre de 2016, com o intuito de evitar o agravamento da grave crise que atinge o continente.

Gráfico 4 - Variação percentual mensal do Ibovespa e saldo líquido de investimentos estrangeiros em ações



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Dessa forma, o aumento da presença dos investidores estrangeiros no mercado de ações brasileiro, diante do aprofundamento do processo de abertura da economia, contribuiu para a expansão e diversificação dos participantes do mercado de ações e a expansão da quantidade e do volume dos negócios realizados com esses papéis. Entretanto, o aumento da presença de investidores estrangeiros no mercado de ações tem sido o principal responsável pela grande volatilidade nos preços desses ativos. Além disso, a grande facilidade com que esses agentes compram e vendem, de um lado, e entram e saem do mercado brasileiro, de outro, tem como principal contrapartida a introdução de um elemento de vulnerabilidade da economia às decisões de alocação da riqueza desses agentes. O ingresso líquido de divisas na conta financeira exerce forte impacto sobre a taxa de câmbio, que, por sua vez, exerce expressiva influência sobre a taxa de inflação, em função da forma de determinação do índice de preços oficial no Brasil. O comportamento da taxa de inflação determina o manejo da política monetária, que, por sua vez, influencia de forma relevante as contas públicas, dado o elevado patamar de taxa de juros vigente no país.

3. Abertura e mudanças recentes

A abertura do mercado de ações aos investidores estrangeiros ocorreu em dois períodos fundamentais, quais sejam: i) Resolução n. 1289 de 1987: nesse período, os investidores estrangeiros tiveram acesso a um conjunto mais amplo de ativos ao mesmo tempo em que eram reduzidas as exigências relacionadas à composição da carteira, prazos mínimos de permanência no país e critérios de diversificação de riscos; ii) Resolução n. 2689 de 2000: eliminação da maioria das exigências remanescentes aos investidores estrangeiros, com exceção da exigência relativa à efetivação de registro junto à CVM, à constituição de representante no país, à nomeação de uma instituição financeira que deve assumir a corresponsabilidade pelas obrigações assumidas pelo representante, e à realização de registro declaratório de movimentos com o exterior que é realizado junto ao banco central e que diz respeito ao controle de operações cambiais. Além disso, permaneceu proibida a participação desses investidores em operações realizadas fora da bolsa de valores ou do mercado de balcão organizado; iii) Resolução n. 4373 de 2014: são mantidas as regras da resolução anterior, com a exceção de que os investidores estrangeiros podem realizar investimentos com os reais que eles já possuem no Brasil, em vez de precisar trazer dinheiro para o país com essa finalidade específica, de um lado, e de que o representante do investidor estrangeiro no país precise ser necessariamente uma instituição financeira ou uma instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central, de outro (Carvalho et al., 2009; Campos e Rodrigues, 2014).

Vale lembrar que o avanço do processo de liberalização também permitiu a captação de recursos por empresas brasileiras em bolsas de valores no exterior, sob a forma de *American Depository Receipts* (ADR), no caso do mercado dos Estados Unidos, ou *Global Depository Receipts* (GDR), no caso do mercado de outros países⁴⁶. Além disso, ao listar suas ações no exterior, as empresas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pelos órgãos reguladores dos

⁴⁶ Nesse caso, a empresa emissora vale-se de um intermediário no exterior, que capta os recursos em seu nome por meio da emissão de um certificado negociável lastreado nos papéis negociados no mercado de capitais, que desde a Resolução n. 4373 de 2014 não precisa ser apenas ações, mas quaisquer outros ativos emitidos por uma empresa aberta, como debêntures ou letras financeiras, por exemplo. O principal efeito dessa possibilidade sobre o mercado de ações brasileiro é a pressão no sentido de convergência de preços viabilizado por operações de arbitragem entre os mercados nacional e estrangeiro.



mercados de capitais relacionados à governança corporativa, vale dizer, ao conjunto de práticas adotadas voluntariamente em uma empresa visando melhorar o seu desempenho e proteger os interesses de todas as partes envolvidas no negócio. Investidores nacionais e estrangeiros que participam do mercado de ações brasileiro tornaram-se cada vez mais exigentes sobre esse aspecto também no país e passaram a demandar um maior grau de sofisticação das instituições que amparam esse mercado⁴⁷.

As primeiras iniciativas nesse sentido ocorreram no âmbito da regulação. As mais recentes modificações na Lei n. 6.404 de 1976, também conhecida como Lei das Sociedades Anônimas, e tiveram o objetivo de assegurar proteção aos acionistas minoritários contra abusos passíveis de ser cometidos pelos acionistas controladores ou administradores das companhias, proteção dos acionistas contra fraudes e padronização dos procedimentos contábeis. Quanto aos dois primeiros pontos, a Lei n. 10.303, de 2001, protegeu os direitos dos acionistas minoritários e transformou em crime passível de reclusão as práticas de fraudes, tais como manipulação de mercado, uso indevido de informação privilegiada, uso irregular de cargo, profissão, atividade ou função. Quanto ao último ponto, a Lei n. 11.638 de 2007 e a Lei n. 11.941, ambas de 2009, fixaram diretrizes gerais relativas à elaboração e à divulgação das demonstrações financeiras com intuito de promover uma convergência entre as normas e procedimentos contábeis nacionais e internacionais. Também houve uma série de iniciativas voltadas à estabilidade e segurança do mercado, como regulamentação da suspensão temporária de negócios em bolsa, ou *circuitbreak*, frente a movimentos extraordinários nos preços dos ativos comprados e vendidos durante o pregão (Carvalho et al., 2009).

Além disso, foram criados segmentos diferenciados na Bovespa. Nesses segmentos são listadas as ações emitidas por empresas que se comprometem a seguir regras de conduta ainda mais rígidas que àquelas exigidas pela legislação brasileira. O objetivo, com isso, é aumentar o interesse dos investidores por esses papéis e reduzir os custos de captação para as empresas que os emitem. Em 2000,

⁴⁷ Em geral, países com as regulamentações mais rígidas em termos de proteção dos direitos dos acionistas tendem a apresentar mercados de capitais mais desenvolvidos. Essa preocupação aumentou consideravelmente depois de escândalos internacionais, envolvendo grandes empresas como a Enron, WorldCom e Adelphia, nos Estados Unidos, Ahold, Parmalat e Royal Dutch Shell, na Europa.

foram criados três segmentos especiais, quais sejam, o Nível 1, que garante maior transparência, o Nível 2, que garante maior transparência e melhor governança, e o Novo Mercado, que também garante maior transparência e melhor governança, mas exige, ainda, que a empresa possua apenas ações com direito a voto, isto é, ordinárias - diferentemente dos demais segmentos, que admitem a emissão de ações sem direito a voto, ou seja, preferenciais. Como mostra a **Tabela 5**, a maior parte dos novos alistamentos de empresas na última década ocorreu no âmbito do Novo Mercado, seguidas pelos Níveis 1 e 2 e pelo segmento Tradicional.

Tabela 5 - Emissões por categorias da BM&FBovespa – R\$ milhões

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Novo Mercado	57.783	10.000	30.462	29.815	12.562	7.409	18.844	418	1.057
Nível 2	4.516	508	16.669	173	852	1.755	4.986	-	-
Nível 1	8.311	23.908	-	-	5.569	1.479	-	14.992	900
Tradicional	2.467	0,1	-	120.297	-	3.656	3	-	16.107
Bovespa Mais	-	100	-	-	-	-	62	-	-
Total	75.500	34.883	47.131	150.285	18.982	14.300	23.895	15.410	18.064

Fonte: Anbima. Elaboração própria.

Em 2005, foi criado o Bovespa Mais, que se juntou ao Mercado Novo e aos Níveis 1 e 2, como um quarto segmento especial no mercado e que é voltado exclusivamente para facilitar o acesso de empresas que desejam ingressar no mercado de ações de forma gradual, sobretudo aquelas de pequeno e médio porte. Uma vez registradas, essas empresas não precisam emitir ações imediatamente e, quando o fizerem, podem realizar captações menores que aquelas tradicionalmente realizadas pelas demais. A medida busca estimular a oferta e a demanda de papéis por essas empresas, tradicionalmente excluídas desse mercado, uma vez que elas têm de apresentar um elevado nível de atratividade para competir com as empresas maiores.

De fato, como mostra a **Tabela 6**, a maior parte das emissões realizada na última década foi realizada por empresas de maior porte, com destaque para Ambev, Itaú, Bradesco, Petrobrás e Vale, que atualmente ocupam o topo do mercado. De fato, embora tenha ocorrido um processo de desconcentração do mercado de ações na última década, as dez maiores empresas registradas na bolsa continuam a responder por quase metade dos negócios realizados. De um lado, isso significa que as empresas de menor porte ainda não contam com esse mercado para captar recursos, o que é particularmente ruim, dado a sua importância para a

geração de produto, renda e emprego no país. De outro lado, isso significa que o mercado é extremamente dependente do desempenho dos papéis de um número seleto de empresas, o que reforça a sua vulnerabilidade (Sant'anna, 2008; Carvalho et al, 2009).

A reforma dos diferentes segmentos da Bovespa e sua adaptação às novas circunstâncias e tendências internacionais é uma exigência dos principais investidores do mercado de ações, a começar pelos investidores institucionais, que são obrigados a respeitar determinados critérios na alocação de seus recursos entre diferentes ativos. O primeiro movimento nesse sentido foi a criação do Programa de Governança das Estatais, em 2015. Motivada pelas denúncias de corrupção envolvendo a Petrobras e inspirada no Novo Mercado, esse programa estabeleceu regras buscando melhorar a administração das empresas em regime de economia mista com capital aberto ou em processo de abertura do capital, ainda que outras empresas estatais também possam aderir. A baixa confiança dos investidores nacionais e estrangeiros nessas empresas, que são emissoras dos principais papéis negociados no mercado, foi uma das principais causas do seu fraco desempenho nos últimos anos. O programa criou duas categorias para essas empresas, a saber: a de Nível 1, na qual elas devem seguir 25 regras; e a de Nível 2, onde elas devem implementar seis regras e escolher outras 27, entre elas a avaliação periódica de executivos e a proibição de participação de dirigentes de partidos políticos, representantes de órgãos reguladores e titulares de mandato legislativo no Conselho de Administração da empresa.

Tabela 6 - Concentração do mercado de ações - % do total

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
A maior	13,0	9,3	9,2	12,3	17,0	19,9	9,8	10,5	10,5	9,1	8,2	9,0	8,9
5 maiores	36,6	30,7	31,2	34,7	37,6	41,2	32,4	30,9	34,6	28,3	26,9	27,6	27,7
10 maiores	49,8	48,0	44,7	45,6	50,4	55,0	44,8	43,4	48,8	39,6	39,1	40,5	41,4
20 maiores	69,9	66,2	62,3	61,0	65,6	69,9	61,5	60,3	64,5	54,1	53,2	55,4	58,5
30 maiores	80,6	76,9	73,2	71,5	74,6	77,3	70,6	69,0	72,7	62,2	62,7	63,1	69,5
40 maiores	87,1	83,7	80,4	78,4	79,9	82,9	77,6	75,7	78,6	68,7	69,7	68,9	76,4
50 maiores	91,6	88,5	85,9	83,5	83,9	87,4	82,9	81,1	83,4	73,8	75,5	73,0	81,1
100 maiores	98,9	98,5	98,2	96,7	94,4	96,8	95,3	95,2	95,4	88,2	89,5	83,7	90,8

Fonte: BM&FBovespa. Elaboração própria.

Nos últimos anos, o governo implementou um conjunto importante de incentivos destinado ao desenvolvimento do mercado de ações. No segundo semestre de 2014, isso foi feito por meio da criação da MP 651. Nela, foi



determinada a isenção de imposto de renda para pessoas físicas sobre ganhos de qualquer magnitude obtidos com a venda de ações de pequenas e médias empresas. A isenção vale para as ações de empresas com valor de mercado inferior a R\$ 700 milhões ou que possuam receita bruta no exercício anterior ao IPO inferior a R\$ 500 milhões. Além disso, a empresa deve estar registrada em um dos quatro segmentos especiais da Bovespa (Novo Mercado, Nível 1 e 2 ou Bovespa Mais). A isenção vale até 2023 e inclui as negociações realizadas não apenas no mercado primário, mas também no mercado secundário. Além disso, ele se aplica a pessoas físicas que aplicar em ações ou em fundos de investimento constituídos com no mínimo 67% dessas ações (Torres, 2015).

Vale lembrar que desde a eliminação da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), em 2007, o principal tributo vigente no mercado de ações é o Imposto de Renda (IR) incidente sobre a diferença entre o preço de compra e o preço de venda dos papéis e cuja alíquota é de 15% desde 2005 (exceto nas operações *day trade*, isto é, de compra e venda no mesmo dia, em que esse percentual é de 20%). Estão isentos do pagamento desse imposto os investidores estrangeiros e as pessoas físicas nacionais que obtenham um ganho de capital mensal de até R\$ 20 mil. Deve-se observar que todas as operações realizadas na bolsa de valores do Brasil estão sujeitas ao IR na fonte à alíquota de 0,005% sobre o valor de alienação (nas operações *day trade*, ela é de 1%), como antecipação, podendo ser descontado ou até mesmo compensado em caso de prejuízo na apuração do ganho de capital mensal. Já os dividendos pagos pelas empresas às pessoas físicas e jurídicas nacionais e estrangeiras via intermediários não estão sujeitos à cobrança de IR.

Entretanto, esses incentivos ainda não se mostraram suficientes para dinamizar o mercado de ações, inclusive porque, além do contexto macroeconômico recente alta-mente adverso, esse mercado tem enfrentado a concorrência cada vez mais intensa de outros segmentos do mercado de capitais. Em um contexto de incertezas cada vez maiores e de deterioração dos principais indicadores econômicos do país, os títulos de renda fixa têm atraído mais os



investidores⁴⁸. Em relação aos títulos de dívida privada, houve crescimento expressivo das Letras Financeiras (LF), entre os títulos de dívida bancária, das debêntures de infraestrutura incentivadas, entre os títulos de dívida corporativa, e das Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e das Letras de Crédito Agrícola (LCA), entre os títulos de cessão de crédito, já que esses papéis apresentam algumas vantagens para ofertantes e demandantes que fazem com que eles se tornem mais atrativos. No caso da LFs, são títulos de rendimentos e prazos maiores que o CDB, além de não se aplicar depósito compulsório e poderem compor o patrimônio de referência dos bancos. Já no caso das debêntures incentivadas, os rendimentos e os prazos também são maiores e os investidores estão isentos de IR quando os recursos forem captados para obras de infra-estrutura. Por fim, no caso das LCA e LCI os rendimentos e os prazos são menores, não há depósito compulsório, são protegidas pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC), e os investidores também estão isentos do imposto de renda (Torres e Macahyba, 2012).

Mas a despeito do avanço desses ativos, os títulos de dívida pública continuam sendo os mais destacados entre os títulos de renda fixa. E a questão é que os títulos de dívida pública são substitutos, em vez de complementares, aos demais segmentos do mercado de capitais no Brasil. Por ter risco de crédito praticamente nulo, eles deveriam oferecer uma referência para rendimento e prazo para todos os demais ativos negociados nesse mercado. Ocorre, contudo, que sob a égide da institucionalidade financeira e da existência de diversos indexadores dos títulos públicos, além dos papéis prefixados, esses ativos apresentam retorno elevado, alta liquidez e prazos médios efetivos curtos, rompendo-se com o *trade-off* liquidez x rentabilidade. De fato, esses atributos tornam a competitividade desses papéis extremamente elevada, de modo que as ações têm de oferecer um retorno muito elevado para compensar os atributos dos títulos públicos e, assim, atrair a atenção dos proprietários de riqueza nacionais e estrangeiros.

Por fim, a **Tabela 7** apresenta a destinação dos recursos captados por meio da emissão de ações no mercado primário na última década. É notável a redução

⁴⁸ Os títulos de renda fixa podem ser prefixados quando o seu portador resgata o valor investido na data de vencimento acrescido da remuneração previamente acordada, ou pós-fixados, quando o seu portador resgata o valor investido na data de vencimento acrescido da remuneração determinada pelo comportamento de um indicador.

gradual da participação do capital de giro, que serve para suprir as necessidades de recursos para operações corriqueiras, e que chegavam a responder por quase metade do total. Essa redução foi acompanhada por um aumento da participação dos recursos destinados ao investimento e à reestruturação do passivo, o que inclui o pagamento de dívidas e a transformação de dívidas de curto prazo em dívidas de longo prazo. Também é notável o crescimento da participação dos recursos destinados à aquisição de participação acionária. Assim, verificou-se no período certa melhora no perfil da destinação dos recursos captados pela emissão de ações no mercado primário, uma vez que eles foram cada vez mais utilizados para criar as condições para o crescimento das empresas.

Tabela 7 - Destinação dos recursos captados via emissão de ações - % do total

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aquisição de participação acionária	19,8	-	20,1	12,2	15,9	25,4	-	93,1
Investimento	2,7	0,2	4,5	4,6	3,6	10	-	-
Reestruturação do passivo	21,8	56,9	49,2	55,2	39,3	3,3	61,8	5,4
Capital de giro	46,7	38,5	18,9	22,4	20,4	6,8	-	1,5
Outros	9,0	4,4	7,3	5,6	20,8	54,5	38,2	-

Nota: Outros: inclui implementação de projetos, recompra ou resgate de emissão anterior, operações de crédito, e operações com ativos financeiros, entre outros.

Fonte: Anbima. Elaboração própria.

4. Limitações para o desenvolvimento do mercado de ações

Conforme discutido, o mercado de ações brasileiro é marcado por um conjunto de características que concorrem para limitar o seu desenvolvimento. Entre elas, devem ser destacadas o caráter reflexo desse mercado, no sentido de que o ingresso líquido de capital estrangeiro cumpre papel fundamental nas oscilações dos preços das ações negociadas em bolsa – papel este reforçado pela elevada participação dos investidores estrangeiros no mercado de ações –, a elevada concentração desse mercado em poucas empresas, a despeito do movimento de desconcentração ao longo dos últimos anos, e a importância ainda bastante reduzida do mercado de ações no processo de financiamento da indústria e da infraestrutura, a despeito de este mercado corresponder a quase 30% do mercado de capitais brasileiro.

Diante disso, a seguir são analisados indicadores selecionados e adicionais que elucidam a alta concentração da emissão de ações por setores da economia, bem como os graus de liquidez e de volatilidade desse mercado. Depois disso,



discute-se um conjunto de possíveis aprimoramentos que pode contribuir para o desenvolvimento do mercado de ações no Brasil e para a sua maior funcionalidade para o financiamento do crescimento das empresas.

4.1 Concentração, liquidez e volatilidade

Além das características já apresentadas do mercado de ações brasileiro, esta subseção apresenta outro indicador de concentração, agora por setor das empresas emissoras, bem como um indicador de liquidez e outro de volatilidade desse mercado.

A **Tabela 8** apresenta a participação dos setores nas emissões de ações no Brasil. Pode-se verificar um elevado grau de concentração das emissões das ações em algumas poucas empresas de alguns poucos setores. Trata-se de uma característica de mercados pouco desenvolvidos, demonstrando a dificuldade de empresas de outros setores ingressarem nesse mercado. Essa condição aumenta consideravelmente o risco para os investidores, na medida em que os dividendos e a variação nos preços das ações passam a estar subordinadas ao desempenho de algumas poucas empresas de alguns poucos setores. As emissões estão tradicionalmente concentradas em setores como petróleo e gás (Petrobrás, OGX), metalurgia e siderurgia (Vale do Rio Doce, Gerdau, MMX), alimentos e bebidas (AmBev, JBS), energia elétrica (Eletrobrás), comércio varejista (Magazine Luiza), construção civil (Even), educação (Anhanguera, Kroton) e financeiro (Banco do Brasil, Bradesco, Itaú). Os últimos anos foram caracterizados por um aumento dessa concentração, mas dessa vez em setores novos, como o de telecomunicações, em função das ofertas da Oi e, depois, da Telefonica.

O setor de telecomunicações retornou com expressividade ao mercado de ações depois de um período sem grandes novidades que se seguiu ao processo de privatização no final dos anos 1990 e início dos anos 2000. Em 2014 e 2015, como mostra a tabela mencionada, o setor foi responsável pela quase totalidade das emissões realizadas, em uma conjuntura cada vez mais adversa para o mercado de ações.

Tabela 8: Emissão de ações por setor - % do total

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Alimentos e bebidas	8,3	2,5	11,2	-	-	-
Comércio varejista	-	7,9	2,2	11,8	-	-
Construção civil	29,1	8,7	-	-	-	-
Educação	8,3	4,5	-	10,5	-	-
Energia elétrica	4,2	4,4	22,2	7,9	-	-
Financeiro	8,4	-	25,6	52,7	-	3,3
Metalurgia e siderurgia	-	30,7	3,1	2,2	-	4,9
Petróleo e gás	12,4	8,0	-	-	-	-
Telecomunicações	4,2	9,1	-	2,5	97,3	90,0
Outros	25,1	24,2	35,7	12,4	2,7	1,8

Fonte: Anbima. Elaboração própria.

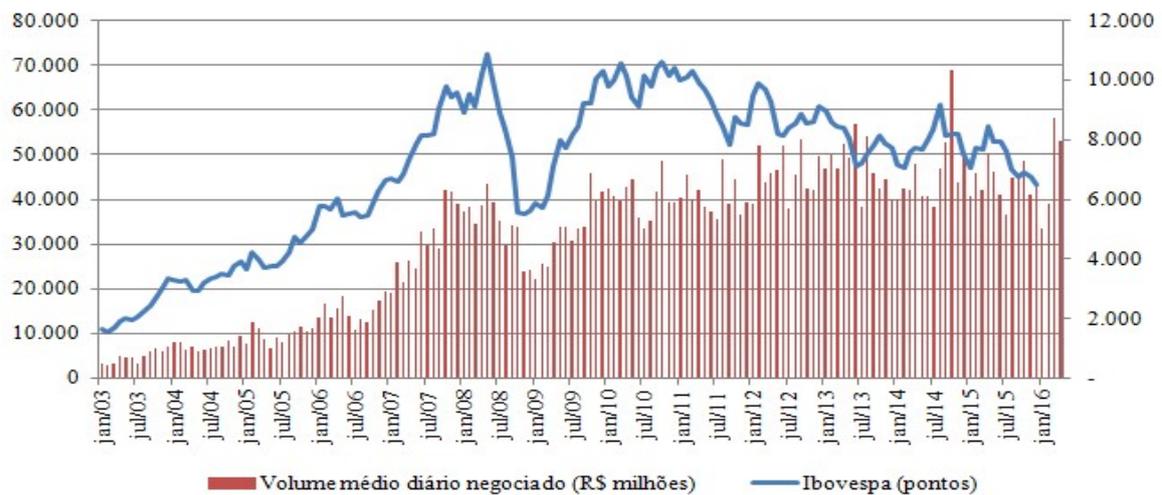
O grau de liquidez do mercado de ações brasileiro, por seu turno, pode ser analisado a partir do **Gráfico 5**, que apresenta o comportamento do valor médio diário negociado no mercado de renda variável à vista e do índice Ibovespa desde 2003. Verifica-se forte crescimento do volume negociado até 2008, processo que foi acompanhado pelo crescimento do Ibovespa. Isso sugere um aumento do grau de liquidez do mercado de ações no período, já que o aumento do volume negociado foi acompanhado pelo aumento dos preços dos papéis mais importantes desse mercado. Depois de apresentar forte queda diante do aprofundamento da crise internacional, entre meados de 2008 e de 2009, a partir de então o volume negociado se recuperou rapidamente, alcançando o patamar anterior à crise já em 2010, comportamento que foi acompanhado pelo Ibovespa. A partir de então, o volume negociado cresceu lentamente até iniciar uma trajetória de queda em meados de 2013, processo acompanhado pela tendência de queda do Ibovespa.

O **Gráfico 5**, de todo o modo, apresenta um importante aumento de patamar do volume médio diário negociado no mercado de renda variável no Brasil, considerando o período a partir de 2007 com o interregno anterior, qual seja, 2003-2006. Não obstante, o fato de se tratar de um mercado muito concentrado, tanto do ponto de vista das empresas com ações negociadas, de um lado, como das emissões, de outro, concorre para relativizar os efeitos benignos advindos de um maior grau de liquidez nesse mercado. De qualquer modo, essa evidência não deixa de constituir um avanço, uma vez que, conforme indicado, houve redução do grau de concentração desse mercado, ainda que pequena.

Por fim, o **Gráfico 6** apresenta a volatilidade do índice Ibovespa medido pelo desvio-padrão diário, sendo que os valores mensais correspondem ao valor

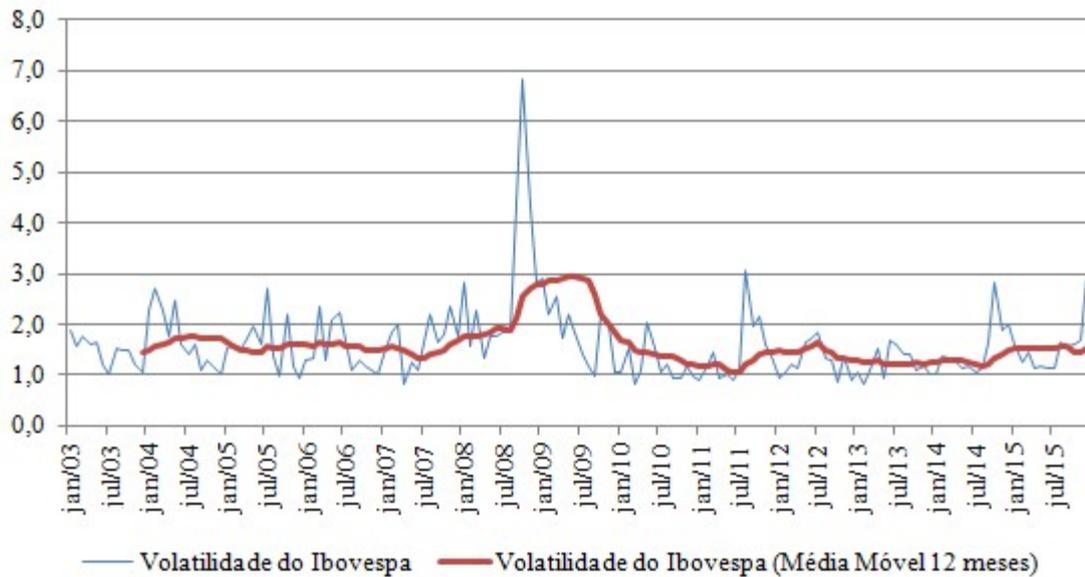
observado no último dia de cada mês. De fato, o mercado de ações brasileiro tende a apresentar um grau de volatilidade bastante elevado. Isso se deve, em grande medida, às restrições tanto do lado da oferta, em vista da elevação concentração em poucas empresas de poucos setores, como do lado da demanda pelas ações, em razão da elevada participação dos investidores estrangeiros nesse mercado. É possível observar um aumento pronunciado da volatilidade em dois períodos principais, a saber: o primeiro, em 2008, com o agravamento da crise global, que afetou as principais empresas do mercado, a começar pelas empresas do setor de commodities, e afugentou os investidores estrangeiros, que passaram a preferir os títulos de renda fixa ou deixaram o país em busca de segurança nos mercados financeiros dos países centrais; o segundo, a partir de 2014, com o agravamento da crise no Brasil e que foi reforçada pela perda do grau de investimento da economia brasileira em 2015, o que fez com que as principais empresas do mercado enfrentassem novas dificuldades e os investidores estrangeiros novamente preferissem os títulos de renda fixa ou deixassem o país em busca das garantias dos mercados financeiros dos países centrais.

Gráfico 5 - Valor médio diário negociado no mercado de renda variável e Ibovespa



Fonte: BMF&Bovespa. Elaboração própria.

Gráfico 6 - Volatilidade do índice Ibovespa – Valor e Média Móvel dos últimos 12 meses



Fonte: Ipeadata. Elaboração própria.

4.2 Medidas para o desenvolvimento do mercado de ações

A caracterização realizada do mercado de ações no Brasil ao longo desse artigo deixa evidente que a forte expansão desse mercado na última década esteve associada, em grande medida, a fatores conjunturais, e não estruturais. Tão logo as circunstâncias se alteraram, diante do agravamento dos efeitos da crise internacional, esse mercado apresentou forte contração. Além disso, esse desempenho se concentrou em poucas empresas de poucos setores.

Destarte, as evidências apresentadas apontam que o mercado de ações brasileiro ainda requer aprimoramentos consideráveis para que possa se transformar em um instrumento de estímulo ao desenvolvimento, vale dizer, uma fonte viável e acessível de financiamento das empresas.

São diversos os obstáculos que devem ser superados para que o mercado de ações no Brasil se desenvolva e seja funcional ao crescimento econômico. Dentre todos eles, seguramente as elevadas taxas de juros e as características dos títulos de dívida pública no país, sob a égide da institucionalidade da indexação financeira, constituem fatores altamente limitantes. De fato, taxas de juros elevadas não apenas desestimulam o investimento das empresas, ao exigir taxas de retorno excessivamente elevadas para viabilizar a expansão da capacidade produtiva,



como reduzem a atratividade de seus papéis relativamente àqueles indexados à taxa Selic, com destaque para os títulos públicos, que também possuem *duration* muito curta, além de risco praticamente nulo. Por essa razão, a redução da taxa de juros e a revisão da indexação financeira, vale dizer, do atrelamento da remuneração dos títulos públicos à taxa de juros de curtíssimo prazo (taxa Selic), constituem condições necessárias, ainda que insuficientes, para o desenvolvimento do mercado de ações no Brasil (Oliveira, 2010).

A redução da taxa de juros pressupõe o aumento da efetividade dos canais de transmissão da política monetária e uma mudança nos mecanismos de formação de preços no país. No Brasil, existem grandes entraves à transmissão de variações na taxa básica de juros para os preços, a começar pela dificuldade em se estabelecer uma curva de rendimentos que expresse as taxas pagas no mercado por papéis semelhantes de diferentes maturidades. Além disso, a elevada participação dos preços administrados na composição do índice oficial de inflação no país acaba por torná-lo particularmente insensível às variações no grau de capacidade ociosa. Isso porque esses preços são fixados contratualmente. Assim, a baixa efetividade dos canais de transmissão exige a manutenção de taxas de juros elevadas no país, a fim de assegurar que a taxa de inflação permaneça próxima à meta previamente estabelecida pelo governo. Já a revisão das características dos títulos públicos pressupõe, necessariamente, o fim da indexação desses papéis à taxa de juros básica. Isso, contudo, precisa ser realizado em um contexto de estabilidade macroeconômica e de credibilidade do setor público, diante do risco de o fim da institucionalidade da indexação financeira implicar a cobrança de prêmios de risco ainda maiores por parte dos credores do Tesouro Nacional.

De qualquer modo, pode-se afirmar que tanto a redução da taxa de juros como a revisão da institucionalidade da indexação financeira são fundamentais para aumentar e diversificar a base de investidores nos mercados primário e secundário de ações, os quais, como visto, são excessivamente concentrados em poucas empresas e nos investidores estrangeiros.

Ademais, o desenvolvimento do mercado de ações requer maior participação das pessoas físicas e, sobretudo, dos investidores institucionais. De fato, os fundos de investimento, as seguradoras e os fundos de pensão, que, em



geral, exercem um papel importante nesse segmento no resto do mundo, possuem um papel bastante modesto no Brasil. Esses investidores ainda se mostram cautelosos em adquirir títulos de renda variável, mesmo tendo a legislação permitido que eles possuam maior participação desses papéis em suas carteiras relativamente aos títulos de renda fixa. É natural para esses investidores que, diante de uma taxa de juros muito acima de suas metas atuariais, eles concentrem os seus investimentos em títulos de dívida públicos, que ainda lhes asseguram elevadas liquidez e segurança.

O aumento e a diversificação da base de investidores no mercado de ações são condições necessárias para a redução da elevada volatilidade dos preços, pois, ao assegurar uma maior diversidade de opiniões sobre o futuro, impede movimentos rápidos e pronunciados de compra ou de venda nesse mercado. Um grau de volatilidade elevado deve ser evitado, entre outros motivos, porque ele afasta os investidores mais cautelosos e acaba por atribuir a esse mercado um caráter fortemente especulativo, podendo tornar as crises financeiras não apenas mais frequentes como também mais profundas (Carvalho et al., 2009).

Como visto, a abertura financeira eliminou os obstáculos existentes à entrada e à saída de investidores estrangeiros no mercado de ações brasileiro. Isso ensejou dinamismo do mercado primário e secundário de ações, conforme discutido, mas também aumentou sua vulnerabilidade às mudanças abruptas nas expectativas desses investidores, muito suscetíveis a efeitos contágio e/ou autorreferenciais. De fato, como visto, a elevada flutuação dos preços desse mercado está intimamente relacionada ao saldo líquido de investimentos estrangeiros em ações. Dessa forma, um processo de maior diversificação desse mercado, do ponto de vista da participação dos diferentes atores, tende a reduzir essa volatilidade, bem como a maior suscetibilidade dos preços a movimentos de portfólio alinhados à estratégia global de rentabilização das carteiras detidas e/ou administradas pelos investidores estrangeiros.

Essas medidas devem priorizar o estímulo à entrada e o desestímulo à saída, premiando os capitais de longo prazo e punindo os capitais de curto-prazo, a fim de estimular a permanência dos investidores estrangeiros no país por mais tempo, evitando que eles deixem o país tão logo as condições internas e/ou



externas se mostrem menos favoráveis, de um lado, e estimulando o ingresso de recursos a partir de uma visão de longo prazo por parte dos investidores, de outro (Oliveira, 2010). Vale lembrar que os investidores estrangeiros usufruem de privilégios tributários no mercado de ações. Eles estão isentos do pagamento de imposto de renda e IOF. Nesse caso, uma alternativa seria restabelecer o pagamento do imposto de renda e/ou IOF por esses investidores, estando as alíquotas cobradas atreladas ao tempo de permanência desses investidores no país. Quanto maior esse tempo, menores as alíquotas de imposto de renda sobre os ganhos auferidos, por exemplo. Já o IOF, por sua vez, pode ser usado de forma discricionária e ao sabor da conjuntura de cada momento, de sorte a evitar modulações pronunciadas em preços-chave decorrentes de ataques especulativos.

Esse enrijecimento das condições de acesso dos investidores estrangeiros ao mercado de ações deveria ser acompanhado pelo incentivo a maior participação dos investidores residentes. Dentre esses incentivos, pode-se destacar a concessão de benefícios tributários a esses investidores, com uma redução gradual do imposto de renda de acordo com o tempo de manutenção do ativo em carteira, com eliminação da tributação em ações após um período de um ano na posição, por exemplo. Deve-se lembrar que os investidores brasileiros estão sujeitos a uma alíquota fixa de imposto de renda independentemente do tempo em que eles permanecerem em posse do ativo (IEDI, 2010). Trata-se de uma clara assimetria em relação ao segmento de renda fixa, pois, os investidores que realizam aplicações em fundos de investimento, por exemplo, contam há tempos com alíquotas decrescentes de imposto de renda sobre os ganhos obtidos.

A redução da volatilidade do mercado de ações também pressupõe a manutenção de um ambiente macroeconômico favorável, o qual pode ser influenciado por meio das políticas cambial, monetária e fiscal. Isso significa assegurar não apenas a estabilidade das variáveis nominais, como a taxa de câmbio e de juros, a taxa de inflação, o crescimento e o estado das contas públicas e das contas externas, mas também – e, principalmente – das variáveis reais, como os níveis de produto, renda e emprego. Isso contribui favoravelmente não apenas para os prognósticos sobre o rendimento e os riscos envolvidos nas operações de compra e venda de ações, mas também a confiança nesses prognósticos,



estimulando tanto os ofertantes como os demandantes desses papéis. De fato, como as ações não oferecem qualquer rendimento pré-fixado, sua atratividade depende, em grande medida, do desempenho esperado das empresas e dos setores a que elas pertencem (Carvalho et al., 2009).

A redução da volatilidade do mercado de ações também requer a redução da concentração desse mercado. Como visto, poucas empresas de poucos setores concentram a maior parte das emissões no mercado primário e dos negócios no mercado secundário. Isso acaba por torná-lo bastante vulnerável ao comportamento dos papéis dessas empresas e desses setores. Assim, deve-se estimular o ingresso de novas empresas no mercado de ações, sobretudo as de pequeno e médio portes, dado que estas são não apenas as que mais empregam, mas também porque elas não possuem acesso às fontes externas de financiamento nas mesmas condições das grandes empresas, seja no mercado doméstico, seja no mercado externo, estando limitadas à acumulação de lucros para crescer.

A desconcentração por meio da participação das pequenas e médias empresas no mercado de ações pressupõe, por seu turno, uma redução dos custos de abertura e manutenção de companhias abertas e do processo de distribuição pública de ações, os quais incluem despesas com auditoria, relação com investidores, publicações e anuidades da bolsa de valores, por exemplo. Exige, também, o estímulo para que essas empresas ingressem nos segmentos mais sofisticados da bolsa de valores, uma vez que isso contribui decisivamente para a redução dos seus custos e o aumento de sua atratividade frente aos investidores. Embora o Bovespa Mais, o Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 respondam hoje pela maior parte das emissões e dos negócios realizados no mercado de ações brasileiro, é ainda grande a importância do segmento tradicional, que implica menores requisitos de governança, por exemplo.

A participação das pequenas e médias empresas no mercado de ações também requer a redução da informalidade, a qual é causada, entre outros motivos, pela elevada burocracia necessária para a sua construção e pela existência de uma estrutura e carga tributária anacrônica e elevada, respectivamente. A incapacidade dessas empresas de adotar padrões mínimos de atuação e governança constitui obstáculo intransponível para que elas participem



do mercado de ações, seja para a abertura de capital, seja para receber investimentos de fundos de *venture capital* e *private equity* ou viabilizar a emissão de títulos de cessão de crédito. Até mesmo crédito bancário é severamente reduzido, uma vez que essa condição de informalidade dificulta a avaliação do risco de crédito pelos bancos (Rocca, 2001, 2008).

Dentre os principais obstáculos que devem ser superados para que o mercado de ações no Brasil se desenvolva e seja funcional ao crescimento econômico destaca-se também a regulação e o estímulo a autorregulação nesse mercado. Isso não se restringe apenas a assegurar o cumprimento das leis e dos contratos. Essas medidas devem buscar, sobretudo, proteger o investidor e evitar o risco sistêmico. No que se refere à proteção do investidor, destaca-se a proteção do investidor minoritário. Apesar dos avanços realizados por meio da criação de segmentos mais sofisticados na bolsa de valores, conforme já observado, ainda é uma característica do mercado de ações brasileiro a centralização do controle acionário, o que pode levar a uma incompatibilidade entre os interesses dos acionistas controladores e dos demais. Ainda no que se refere à proteção do investidor, destaca-se também a harmonização contábil, o que permite o acompanhamento das empresas. Já no que se refere a evitar o risco sistêmico, deve-se evitar a disseminação para outros agentes, mercados e até mesmo países a incerteza diante da frustração das expectativas de retorno, o que levaria a disseminação de comportamentos defensivos decorrentes do aumento do grau de preferência pela liquidez dos atores. Uma vez que no mercado de ações erros de previsão não são incomuns, deve-se desestimular a assunção de comportamentos arriscados por parte dos participantes do mercado, como o estabelecimento de limites máximos para a aquisição de ações de maior risco. Embora isso possa levar a uma redução da demanda por esses papéis, isso certamente tende a assegurar um nível mais estável dos negócios (Carvalho et al., 2009).

O desenvolvimento e a funcionalidade do mercado de ações também necessitam da garantia de que os recursos captados por meio da emissão desses papéis serão direcionados para a expansão e modernização da capacidade produtiva. Assim, é desejável que sejam concedidos incentivos à emissão de ações que forem vinculadas a projetos de investimento em setores estratégicos, com



destaque para os projetos em infraestrutura, dados os gargalos existentes no país e ao recente processo de concessões ao setor privado levados a cabo, o que tende a criar uma ampliação da fronteira de investimentos nesse setor⁴⁹.

É importante observar que os bancos públicos podem ter um importante papel a cumprir no desenvolvimento do mercado de ações no Brasil, com destaque ao BNDES. O BNDESPar, por exemplo, possui um programa de aquisição de ações de empresas que tenham aderido a segmentos mais sofisticados da bolsa de valores. Essas instituições também podem funcionar como *market makers* no mercado de ações, de modo a evitar oscilações abruptas de preços em contextos adversos – o que já é feito por meio do BNDESPar. Evidentemente, seria ocioso afirmar que nesse processo de atuação como demandante de papéis e como *market makers*, os bancos públicos devem ser cautelosos, evitando papéis excessivamente arriscados, uma vez que perdas incorridas nessas operações podem restringir o comportamento anticíclico dessas instituições. Os bancos públicos também podem funcionar como intermediários na colocação de papéis, função que já é bastante comum entre os bancos privados em todo mundo. Finalmente, eles podem estruturar modelos de financiamento que vinculem o volume e as condições de crédito, em termos de custos e prazos, à emissão de ações no mercado em segmentos mais sofisticados da bolsa de valores (Carvalho et al, 2009)⁵⁰.

No mais, porém não menos importante, é importante que os investidores tenham mecanismos de proteção para o melhor desenvolvimento do mercado de ações. Em geral, eles se valem de coleta de informações sobre a empresa, o setor em que ela atua e a economia em que está o setor, além diversificar as suas aplicações, elaborando portfólios com papéis que não são correlacionados. Nesse sentido, o desenvolvimento do mercado de derivativos e, em especial, dos mercados futuros, de opções e de swaps, mostra-se fundamental. Evidentemente, as operações com esses instrumentos devem ser devidamente regulamentadas e supervisionadas, a fim de evitar excessos com efeitos indesejados.

⁴⁹ Iniciativa semelhante foi feita no mercado de títulos de dívida corporativos nos últimos anos, sendo que a redução do imposto de renda sobre as debêntures vinculadas a projetos de investimentos em rodovias, ferrovias, portos e aeroportos apresentou resultados bastante promissores.

⁵⁰ Iniciativa também semelhante também foi feita no mercado de títulos de dívida corporativos: o BNDES atrelou a concessão de novos financiamentos às empresas à emissão de debêntures por parte delas.



5. Conclusão

O mercado de ações pode contribuir de forma importante para assegurar às empresas os recursos necessários para a expansão de suas atividades.

O mercado de ações no Brasil experimentou forte expansão na última década, como mostram o comportamento do valor de mercado dos ativos das empresas listadas na bolsa e o crescimento das ofertas públicas de ações nos mercados primário e secundário, seja na forma de Ofertas Públicas Iniciais ou de Ofertas Subsequentes. Não obstante, conforme apresentado ao longo do artigo, essa expansão esteve associada, em grande medida, a circunstâncias excepcionais, como o expressivo aumento dos preços das commodities e a expressiva entrada de capital estrangeiro no país, tanto no mercado de ações como no mercado de títulos. Isso permitiu a expansão do crescimento da renda e do emprego sem colocar em risco a estabilidade da taxa de inflação, da taxa de juros, do déficit público e da dívida pública no país. Tão logo essas circunstâncias deixaram de existir, no entanto, o mercado de ações apresentou forte contração.

São diversos os obstáculos que devem ser superados para que o mercado de ações seja estruturalmente funcional ao crescimento econômico no Brasil. Dentre eles, destaca-se a redução da taxa de juros e a revisão da institucionalidade da indexação financeira, de sorte a reduzir a atratividade dos títulos públicos relativamente às ações. Mas, além da estabilidade macroeconômica, que pressupõe um patamar de taxa de juros em sintonia com o padrão internacional, a menor concentração desse mercado também se mostra fundamental. Além disso, como discutido, há uma série de medidas que podem contribuir para o desenvolvimento do mercado de ações no Brasil, bem como para a redução de sua volatilidade, como o estímulo a maior participação dos investidores institucionais e das pessoas físicas nesse mercado, a imposição de mecanismos tributários voltados tanto para a maior permanência do investimento estrangeiro nesse segmento como para viabilizar um tratamento simétrico aos investidores residentes relativamente aos não-residentes, a proteção cada vez mais efetiva e sofisticada ao investidor minoritário, o incentivo ao processo de abertura de capital das empresas e o contínuo aprofundamento permanente e organizado dos mercados que oferecem operações de proteção ao risco aos investidores.



REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALMEIDA, J. S. G. de; CINTRA, M. A. M.; AVANIAN, Claudio; NOVAIS, L. F.; FILLETI, J. de P. Padrões de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil. In: CARNEIRO, R. de M. (org.). *Perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos*. Campinas: Cecon/IE/Unicamp; Rio de Janeiro: BNDES, agosto de 2009.
- CAMPOS, E.; RODRIGUES, L. CMN aprova mudanças na aplicação de investidores estrangeiros no Brasil. *Valor Econômico*, São Paulo, 29 de setembro de 2014.
- CARVALHO, F.C. et al. Mercado de ações. In: CARNEIRO, R.; CARVALHO, F.C. (Orgs.). *Perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos*. Rio de Janeiro, RJ: BNDES, 2009a.
- CARVALHO, F. C. et al. Mercado de títulos brasileiro. In: CARNEIRO, R.; CARVALHO, F.C. (Orgs.). *Perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos*. Rio de Janeiro, RJ: BNDES, 2009b.
- COSTA, F. N. da. Inovações financeiras para o financiamento de longo prazo. III Relatório de Pesquisa do Projeto Agenda Desenvolvimentista do IPEA, 2013.
- HERMANN, J.; MARTINS, N. M. Mercado de ações no Brasil: o perfil de risco da expansão de 2004-2011. *Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 30, n.58, p.87-120, set.2012.
- IEDI. Financiamento voluntário de longo prazo no Brasil: análises e recomendações. Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, 2010.
- KEYNES, J. M. (1937) A teoria ex ante da taxa de juros. In: IPEA. *Clássicos da literatura econômica*. Rio de Janeiro: IPEA, 1992. p.335-341.
- KEYNES, J.M. (1936). A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo, SP: Abril, 1983.
- MINSKY, H. P. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale Univ. Press, 1986.
- MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós-plano Real. Texto para discussão, n. 84, BNDES, Rio de Janeiro, outubro de 2000.
- OLIVEIRA, G. C. O mercado de capitais brasileiro no período recente: evoluções e singularidades. In: MARCOLINO, L.C.; CARNEIRO, R. (Orgs.). *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira*. São Paulo, SP: Atitude e Publisher, 2010.
- OLIVEIRA, G.C. Financeirização da riqueza e dinâmica econômica. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v.30, n.2, pp.727-754, dez.2009.
- PRATES, D. Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. Texto para discussão do IE/Unicamp, Campinas, n.137, out.2007.
- ROCCA, C. *A Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro*. Estudos IBMEC 1. Rio de Janeiro, RJ: José Olympio, 2001.



ROCCA, C. A sustentabilidade do mercado de capitais e a recente turbulência internacional. In: VELLOSO, J. et al. Revolução no mercado de capitais do Brasil: o crescimento recente é sustentável? Rio de Janeiro, RJ: Elsevier/IBMEC, 2008.

SANT'ANNA, A. Decisões de financiamento via mercado de capitais no período 2004-2006. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.15, n.30, pp.161-179, dez.2008.

SINGH, A. Corporate financial patterns in industrializing economies. International Finance Corporation, World Bank, Washington, April, 1995.

TORRES FILHO, E.; MACAHYBA, L. O mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliações e propostas. Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, 2012.

TORRES, F. Só 7 empresas podem ter ações isentas de IR. Valor Econômico, São Paulo, 14 de julho de 2015.