

REFORMAS INSTITUCIONAIS E O DESEMPENHO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO NO PERÍODO 2001 – 2011: O BOOM DOS IPO

INSTITUTIONAL REFORMS AND THE BRAZILIAN CAPITAL MARKETS PERFORMANCE FROM 2001 – 2011: THE IPO BOOM

Fernando Stival

RESUMO

O mercado de valores mobiliários brasileiro desempenhou na última década um papel central no desenvolvimento econômico brasileiro. No que se refere às aberturas de capital de companhias privadas, o período ficou conhecido como “o boom dos IPO”, com 247 ofertas públicas realizadas e um montante de cerca de 300 bilhões de reais captados somente com este tipo de operação. Quando comparado com outros períodos históricos, verifica-se que há uma enorme mudança no funcionamento do mercado, que passou a contar com uma maior diversificação dos tipos de investidores presentes, bem como com o tipo de companhias listadas. A questão que se coloca, desta forma é: porque somente recentemente o mercado brasileiro se desenvolveu e se fortaleceu efetivamente, vez que sua estrutura normativa já existia desde as décadas de 60 e 70? Diante disso, o presente trabalho busca apontar para os fatores econômicos, políticos e institucionais que podem ter influenciado este processo positiva ou negativamente, destacando o papel das reformas realizadas.

PALAVRAS-CHAVE: Mercado, valores, mobiliários, reforma, instituições, desenvolvimento.

ABSTRACT

The brazilian capital market had a key role in the country's economic development during the last decade. Regarding the amount of companies “going public” this period of time is known as the “IPO boom”, with 247 public offers and around 300 billion reais only obtained with this type of operation. When compared with other historical periods, it appears that there is a huge change in the functioning of the market, that has now a greater diversification of the types of investors present, as well as the type of companies listed. Therefore, the question that arises is: why only recently the brazilian capital market has developed and strengthened, taking into account the fact that its regulatory framework exists since de 60's and the 70's? Thus, the present study attempts to point out the economic, political and institutional elements

that may have influenced this process positive or negatively, highlighting the role of the reforms that have occurred.

KEY WORDS: Market, capital, reforms, institutions, development.

INTRODUÇÃO

Ao longo das últimas décadas, diversas iniciativas buscaram fortalecer o mercado de valores mobiliários nacional. Isto se dava pela necessidade de se criar um mecanismo eficaz de canalização de poupança privada para investimentos no setor produtivo.

Tinha-se em mente, desta maneira, que através da utilização correta de tal mecanismo, os interesses de investidores e companhias poderiam ser conjugados, além de se criar um mecanismo autossustentável de financiamento da economia, através de técnicas de financiamento diferenciadas e que importassem numa repartição de riscos entre investidores e empresários. Investidores seriam atraídos pela possibilidade de obter rendimentos com ações e outros títulos, ao passo que as companhias emissoras de tais títulos teriam maior facilidade de angariar fundos para expandir suas atividades e executar novos projetos.

Particularmente na década de 60 por meio de reformas legislativas se buscou modernizar e reestruturar o sistema financeiro nacional e, mais especificamente, o mercado de capitais brasileiro. Em termos concretos, observando-se as deficiências das Bolsas existentes, foram tomadas medidas no sentido de se criar um sistema mais eficaz de distribuição dos títulos, uma maior variedade de papéis a serem negociados, promover a profissionalização dos corretores e a construir de uma estrutura regulatória capaz de lidar com esta nova forma de funcionamento do mercado.

Além disso, tendo em vista se tratar de uma nova opção para investimentos e captação de recursos, inicialmente foram criados mecanismos de incentivos para a canalização de recursos de modo a mitigar o risco das operações.

Através de medidas desta natureza, o objetivo a ser alcançado era o de garantir a disponibilidade de recursos suficientes para atrair companhias interessadas em promover suas ofertas públicas com a garantia de que o público efetivamente adquirisse as novas ações e a captação de recursos por este meio fosse bem sucedida, ao passo que, a criação de um mercado secundário garantiria a liquidez destes títulos para posterior negociação entre investidores.

Uma análise dos índices e dos volumes de negociação no período de tempo que seguiu a adoção destas políticas pode nos sugerir que de fato houve um aumento do número de companhias listadas e que o perfil dos investidores tornou-se mais diversificado. Mesmo assim, o financiamento de companhias por meio de emissão de títulos negociáveis em bolsa continuou a ocupar um papel secundário no modo de captação de recursos pelas empresas nacionais.

E se, ainda neste período, o mercado de valores mobiliários não havia se consolidado como uma alternativa viável a novos empreendimentos, a ocorrência de uma crise especulativa em 1971 criou mais um entrave para que atingisse o desempenho almejado quando das reformas. Ou seja, se inicialmente poderia se diagnosticar uma euforia com relação às bolsas de valores e a possibilidade de se conseguir auferir lucros através da participação acionária em companhias abertas, de súbito um clima de desconfiança tomou conta do mercado.

Estudos da época revelam que, em meio a esta crise, as maiores demandas eram por maior transparência na gestão das companhias, maiores garantias aos acionistas minoritários, principalmente no que se refere à participação na condução dos negócios, necessidade de adoção de padrões mais rígidos de governança e profissionalização dos administradores.

Vale lembrar que, em que pese a Lei do Mercado de Capitais ser datada de 1965, a Lei das Sociedades Anônimas ainda era de 1945. Sob tal legislação (mas não necessariamente em decorrência desta), a maioria das companhias existentes era de cunho familiar, de modo que o controle e a administração eram centralizados e restritos a um grupo de pessoas, sem que houvesse a preocupação na divulgação de resultados com precisão e dentro de padrões técnicos pré-estabelecidos, além de não haver uma tendência em se dividir o controle e a condução dos negócios com demais investidores.

As principais reivindicações se davam em torno da necessidade de uma organização societária que pudesse prover a acionistas e investidores informações mais precisas acerca do funcionamento das companhias. Havia a necessidade de que os acionistas minoritários efetivamente participassem da tomada de decisões e obtivessem as informações necessárias sobre o funcionamento da companhia em razão do aporte de capital que tinham realizado¹.

1 Nesse sentido, ver o estudo "Pesquisa preliminar do mercado de capitais brasileiro" realizado por dois especialistas norte-americanos, sendo um da Securities and Exchange Commission (órgão regulador norte-americano) e outro da Bolsa de Valores de Nova York, a pedido do Banco Central do Brasil, em 1965, em que tais pontos são abordados com maior profundidade.

A nova Lei das S.A. em 1976 introduziu novos dispositivos referentes às companhias abertas que davam conta de suprir estas lacunas, atendendo, portanto, a necessidade de uma nova organização interna das sociedades que pudesse transmitir maior segurança ao mercado e recuperar a confiança outrora perdida em relação aos investimentos em ações.

A partir desta brevíssima descrição seria possível afirmar que a estrutura normativa necessária para que o mercado de valores mobiliários se tornasse mais robusto e passasse a ocupar uma posição de destaque no padrão de financiamento da economia já estava preparada. Entretanto, somente a partir do ano de 2000 é que um número maior de empresas lançou mão deste mecanismo, mais especificamente de aberturas de capital por meio de ofertas de ações junto ao público, de maneira que foi no período compreendido entre 2001 e 2011 em que o mercado de valores mobiliários passou a ocupar uma posição de maior destaque no cenário econômico nacional, atraindo um maior número de participantes e uma maior diversificação na sua composição.

Diante disso, a dúvida que pode surgir é: por que mesmo com um mercado estruturado, proteção aos acionistas e a presença de um órgão regulador especializado o mercado de valores mobiliários nacional não se desenvolvia?

Ou ainda, por que a estrutura normativa desenhada para viabilizar o funcionamento do mercado não foi suficiente para que o seu desempenho fosse satisfatório por um grande período de tempo, passando a desempenhar um papel mais relevante somente na última década?

Para responder a tais perguntas é necessário que se analise o histórico recente de acontecimentos econômicos e políticos que afetaram o Brasil neste período e que sem dúvida resultaram em impactos consideráveis à economia nacional e, por via de consequência, ao mercado de valores mobiliários.

Acima de tudo, ao se avaliar seu desempenho, deve-se ter em mente que não se está a tratar meramente de uma instituição isolada em que agentes negociam e vendem títulos, em que a precificação de ativos é influenciada unicamente pelas relações entre estes mesmos agentes, sem qualquer conexão com a realidade econômica que os permeia.

Ao contrário, mercados de valores mobiliários representam apenas uma parte das relações em que agentes econômicos se envolvem e seu desempenho está diretamente ligado a uma conjuntura econômica mais ampla, revelando o desempenho de empresas e a confiança dos investidores quanto a possibilidade de desenvolvimento da economia em geral.

Apenas a título de exemplo, a crise financeira de 2008 nos Estados Unidos não se localiza pontualmente nos mercados financeiros, mas revela uma situação de insolvência que abrange diversos agentes envolvidos em relações de crédito no mercado imobiliário norte-americano. Ou seja, a crise manifesta-se no mercado financeiro, mas tem como pano de fundo um espectro muito maior.

Feitas estas considerações, o objetivo deste trabalho é o de apontar alguns fatores e eventos recentes contribuíram para inibir ou para fortalecer o mercado de valores mobiliários do Brasil. Para tanto, o foco principal do trabalho será com relação às ofertas públicas de ações realizadas no período de 2001 até 2011 e na quantidade de recursos canalizado para essas ofertas, apresentando-se dados referentes ao período.

Posteriormente, a partir de tais dados serão feitas considerações a respeito do ambiente macroeconômico brasileiro no período e os principais fatores que contribuíram para o fortalecimento do mercado brasileiro no período mencionado.

1. Dados do mercado de valores mobiliários no período 2001-2011

a. Número de ofertas públicas realizadas no período e a evolução do índice Ibovespa

Na última década verificou-se uma intensificação dos movimentos de abertura de capital das empresas ou de ofertas secundárias de ações realizadas junto ao público, para negociação em Bolsa. Além disso, o índice Ibovespa², que tem como finalidade servir de medidor do comportamento do mercado, apresentou uma alta significativa no período, refletindo, desta forma, um novo momento para o mercado de valores mobiliários brasileiro, que finalmente passou a ter uma importância central no desenvolvimento econômico nacional.

Conforme se verifica a partir dos dados existentes, num momento inicial, este processo se deu de maneira mais reduzida, limitado a um número menor de companhias. Porém, a partir do ano de 2004 as ofertas públicas de ações passaram a desempenhar um papel de maior relevância como alternativa para captação de capital junto ao público, de modo que o que se verificou a partir deste período, principalmente no ano de 2007, ficou conhecido como o boom dos IPO.

² De acordo com a BOVESPA, o Ibovespa é "o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato do Ibovespa retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BM&FBOVESPA". Ver também LEITE, Hélio de Paula e SANVICENTE, Antonio Zoratto. *The Bovespa Index: a Benchmark for investments in Brazil*. São Paulo: Atlas, 1995. Aqui os autores destacam como o índice pode servir como uma referência da atividade econômica do país. Também fazem comparações com os índices de produtividade da indústria, além de comparar o IBOVESPA com demais índices de bolsas de valores estrangeiras (FTSE-100 – Londres; S&P500; Dow Jones Industrial Average, etc.)

Ofertas públicas no período 2001 -2011

Ano	Quantidade de IPO	Ofertas secundárias	Total
2001	-	-	
2002	2	4	6
2003	2	5	7
2004	7	8	15
2005	9	10	19
2006	26	14	40
2007	64	12	76
2008	4	8	12
2009	6	17	23
2010	11	14	25
2011	11	13	24

Fonte: BM&F Bovespa

Conforme já mencionado a evolução do Ibovespa no período é outro elemento de fundamental importância na análise do desenvolvimento do mercado acionário brasileiro ao longo dos últimos anos.

No gráfico abaixo, pode-se perceber o movimento ascendente, indicando o bom ambiente de negociações criado na última década, com o índice ultrapassando os 70 mil pontos em mais de uma ocasião. Chama atenção, também, a queda abrupta do índice ao final do ano de 2008 e sua posterior recuperação no período subsequente.

Evolução do Índice Bovespa



Fonte: BM&FBOVESPA

Quanto à oscilação negativa, no período mencionado, deve-se destacar que esta ocorreu em decorrência do agravamento da crise financeira nos Estados Unidos, cujos efeitos foram verificados em diversos países e bolsas ao redor do mundo, inclusive no Brasil. De qualquer maneira, uma série de fatores serviu para impedir que esta crise tivesse efeitos mais prejudiciais ao mercado brasileiro. Não é o objetivo aqui apontar as razões pelas quais a recuperação foi possível, pois tal tópico seria objeto de um estudo a parte, mas tão somente destacar a influência deste evento em particular como causa da queda no índice mencionado.

Diante disso, ao se realizar uma análise conjunta dos dados apresentados, verifica-se que o mercado de valores mobiliários se consolidou e se fortaleceu na última década, operando com estabilidade e servindo como um mecanismo importante para o desenvolvimento econômico e para alavancagem das companhias nacionais, que passaram a lançar mão da emissão de títulos para captação de recursos junto ao público, com um total de 247 ofertas de ações registradas no período em questão.

b. Percentual de participação no mercado conforme o tipo dos investidores

Prosseguindo na análise, cumpre agora verificar de que maneira as ações estão distribuídas no mercado, conforme os tipos de investidores atuantes. Com base nesta averiguação se pode apontar quais são os principais atores que compõem a bolsa de valores e quais os protagonistas nas negociações efetuadas. A tabela a seguir mostra o percentual aproximado de participação de cada investidor na última década:

Participação na Bolsa de Valores conforme o tipo de investidor (%)

Ano	Pessoa Física	Investidores Estrangeiros	Institucionais	Empresas Públicas e Privadas	Instituições Financeiras
2001	19	26,90	16,8	2,4	35
2002	18	29	17	2	33
2003	21	27	30	3	19
2004	24	31	28	2	14
2005	23	36,35	27,81	1,54	11,7
2006	22	38,70	27,71	1,65	9,46
2007	22	37,34	30,19	1,55	9,17
2008	26	38,10	26,97	2,19	6,99
2009	29	36,63	25,32	1,90	6,83
2010	25	31,84	33,07	1,84	8,10

2011	20,38	36,62	33,42	1,36	8,18
------	-------	-------	-------	------	------

Fonte: BM&F Bovespa

A partir destes dados pode-se verificar um movimento de aumento da participação dos investidores estrangeiros, ao passo que as instituições financeiras reduziram significativamente o volume de sua participação no mercado. Os investidores institucionais também desempenharam um papel fundamental nos últimos anos, compreendidos nesta categoria os fundos de pensão e fundos mútuos.

Quanto aos investidores individuais, percebe-se que o percentual que representam permanece constante, mesmo com as campanhas e esforços no sentido de se incentivar uma participação maior de pessoas físicas no mercado acionário.

c. Valor captado pelas companhias através das ofertas públicas

A tabela a seguir demonstra que o mercado de valores mobiliários canalizou um montante enorme de recursos para companhias somente com IPO e ofertas secundárias, conforme se percebe a seguir.

Valor movimentado nas ofertas no período 2001-2011 (em milhões de reais)

ANO	VALOR
2001	
2002	357,492256
2003	229,329
2004	4.486,00
2005	5.448,00
2006	15.373,00
2007	55.654,00
2008	7.495,00
2009	23.831,00
2010	11.072,00
2011	7.060,00

No período considerado, o mercado de valores mobiliários possibilitou que fossem captados junto ao público aproximadamente R\$ 131,19 bilhões somente através dos IPO registrados. Quando consideramos as ofertas subsequentes realizadas no período, verifica-se que o valor total movimentado com estas operações chega a mais de R\$ 300 bilhões movimentados.

Deste modo, pode-se afirmar que as aberturas de capital e ofertas de ações consistiram numa opção muito atrativa para companhias, que conseguiram captar recursos em larga escala, e também para os investidores, vez que a grande participação destes nas ofertas revela o nível de segurança e confiança criado, juntamente com o prospecto de rentabilidade desses investimentos que implicou numa grande adesão às ofertas.

2. Variáveis econômicas, reformas institucionais e suas consequências sobre o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários

a. As políticas desenvolvimentistas e o mercado de valores mobiliários

a.1. O Estado Brasileiro como vetor do crescimento econômico

Desde o final da década de 70 os planos desenvolvimentistas encabeçados pelos governos militares já davam sinais de seu esgotamento e suas consequências já começavam a aparecer.

Além disso, é possível afirmar que as políticas econômicas desenvolvimentistas são marcadas por alguns descompassos, cujos reflexos na economia eram visíveis. Se de um lado o esforço era no sentido de se fortalecer o mercado de valores mobiliários para que agentes privados pudessem coordenar seus interesses e gerir seus negócios com recursos próprios, de outro a intervenção estatal por meio de financiamentos públicos, isenções tributárias, subsídios ou até mesmo pela intervenção direta com as empresas estatais, apontava para um sentido completamente diverso à concepção de financiamento privado e ao empreendedorismo.

Ademais, por meio de planos econômicos o Estado chamava para si a responsabilidade de explorar certos setores da economia que considerava fundamentais ou estratégicos, reduzindo, assim, a gama de possibilidades disponíveis para empresas privadas. Era a administração pública, portanto, quem sinalizava onde, quando e em que medida os investimentos deveriam ser feitos.

A título de exemplo, podemos citar aqui a lei 6.151/1974, que estabelecia as diretrizes gerais e metas do II Plano Nacional de Desenvolvimento³, em que constava um detalhado planejamento para os diversos setores da economia, desde a agropecuária até o setor industrial. Restava claro neste plano que o governo designava papéis específicos aos agentes econômicos e a si mesmo, por exemplo, quando considerava como áreas de sua atuação direta “os setores de Infra Estrutura Econômica [...] em Energia, Transportes e Comunicação”, e determinava em que ramos da indústria a iniciativa privada poderia concentrar suas atividades.

³ O IIPND ainda destaca como uma de suas medidas o favorecimento à formação de conglomerados industriais e estruturas econômicas fortes e dinâmicas e aponta para o fato de que grande parte do sistema financeiro nacional estava sob o controle estatal, o que favoreceria sua relação com os investimentos estrangeiros e lhe daria maior flexibilidade para lidar com diversas situações.

Nesse ponto específico, Schapiro (2007, p. 297) afirma que:

“Com relação ao II PND, especificamente, é preciso ter em conta que o plano foi formulado no contexto da crise do petróleo, iniciada em 1973, de tal modo que sua prioridade era aliviar o peso da balança comercial e mitigar a vulnerabilidade externa do país. Por tal razão, o II PND apresentava duas diretivas articuladas: a primeira era estimular um padrão de industrialização baseado na indústria pesada, no que se distinguia dos planos industriais anteriores, baseados na indústria de bens de consumo duráveis [...]; a segunda diretiva era o fortalecimento do capital privado nacional. ”.

Este modelo de intervenção estatal na economia necessitava de recursos para que pudesse se sustentar. Isto era realizado basicamente através da emissão de títulos públicos, endividamento externo e através da carga tributária, de modo que todo o capital obtido por este meio era direcionado pelo estado aos investimentos que julgava necessários à promoção do crescimento econômico. Há que se levar em conta aí o fato de que Brasil conviveu por um grande período de tempo com um processo inflacionário crônico⁴, que embora tivesse sido de certo modo controlado em momentos anteriores, sempre ressurgia como uma pauta nos planos de desenvolvimento. Mesmo assim, tais políticas resultaram no que ficou conhecido como o “milagre econômico” brasileiro.

Quando se trata de analisar o desempenho do mercado de valores mobiliários, como afirmado anteriormente, este reflete apenas a situação em que se encontra a economia.

Ou seja, se é o Estado quem determina quais as áreas em que a atuação privada é possível, há pouco espaço para que novas companhias possam vislumbrar um maior crescimento que não seja naqueles setores favorecidos pela Administração Pública, o que acabava por limitar a iniciativa privada a um menor número de setores, com consequência direta sobre a variedade da indústria e sobre a capacidade de inovação e crescimento das companhias existentes. Além disso, dada a necessidade de financiamento dos gastos públicos por meio da tributação, o lucro resultante da atividade para reinvestimento em outras

⁴ Este fato fica evidente quando analisamos, por exemplo os objetivos do PAEG a partir de 1964, que tinha na estabilização monetária seu principal foco. O trecho a seguir deixa isso claro: “ Durante o governo Castello Branco, a preocupação central da política econômica foi o combate à inflação, em franca aceleração desde 1959. O PAEG (Plano de Ação Econômica do Governo) sintetizou o diagnóstico e as diretrizes da política de estabilização que, não sem contradições em sua execução, foram efetivamente perseguidas no triênio 1964-1966. Esperava-se que o sucesso na busca da estabilidade fosse acompanhado pela retomada do desenvolvimento a taxas históricas.”. (MACARINI, José Pedro. Um aspecto da política econômica do “Milagre Brasileiro”: O Mercado de Capitais e a Bolha Especulativa de 1969-1971. p. 153 – Disponível em www.scielo.com.br)

operações torna-se menor. A tributação também incide sobre toda a população, diminuindo a quantidade de recursos disponíveis para poupança e investimento. Juntamente com isso a perda do poder aquisitivo decorrente da inflação tem um impacto sobre a renda. Deste modo, quando a renda é diminuída por meio dos tributos e corroída pela inflação, não há incentivo nenhum para que se busquem investimentos em ações ou em títulos de renda variável, ou, em outras palavras, investimentos de maior risco em atividades produtivas.

Parece evidente, deste modo, que num quadro desta natureza o mercado de valores mobiliários acabe por não desempenhar suas funções adequadamente. O número de investidores torna-se baixo, a quantidade de companhias listadas não é satisfatória e não existe um mecanismo de financiamento de novas companhias efetivamente consolidado, já que o financiamento público é principal fonte de recursos para as companhias.

É bem verdade que na tentativa de fortalecer o mercado de capitais brasileiro os governos lançaram mão de uma série de medidas pontuais e de incentivos diversos, principalmente quanto à tributação dos investimentos ou de regras referentes à abertura de capital com o intuito de facilitar a canalização de recursos do investidor privado para as companhias⁵. Porém, como se verifica com a bolha especulativa de 1971, o aumento da disponibilidade de recursos gerada por meio de tais incentivos, sem uma estrutura societária adequada e apta a atender as demandas de um modelo mais dinâmico de operação das companhias abertas acabou contribuindo para que houvesse desvios no processo, levando-se em consideração que empresas se aproveitavam desta liquidez do mercado de capitais apenas para obter capital mais facilmente, sem que necessariamente houvesse um compromisso com as demandas e interesses dos acionistas minoritários. Práticas como as que acarretaram no “estouro” da bolha de 1971 minavam a confiança dos investidores em relação às Bolsas, transformando-se, portanto, em mais um obstáculo ao seu desenvolvimento.

a.2. O esgotamento do modelo desenvolvimentista

Como destacado acima, o investimento público continuava a ser o principal veículo de financiamento da economia, que se baseava primordialmente no endividamento e a busca pelo contínuo crescimento econômico continuava a ser a principal meta dos governos, de modo

⁵ Ver: TRUBEK, David. “O Mercado de Capitais e os Incentivos Fiscais” e MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; PRADO, Viviane Muller. “Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964, in PÁDUA LIMA, Maria Lucia Agenda contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil, São Paulo, Saraiva, 2012, p. 194-206” – Os autores destacam o papel exercido pelas normas legais criadas no período que visavam a consolidação do mercado como uma fonte de financiamento sustentável da economia, como a criação de fundos públicos como os Fundos 157, etc., que tiveram um papel importante, mas não suficiente para que este objetivo fosse alcançado.

que políticas restritivas que pudessem desacelerar este processo acabavam sendo relegadas a um segundo plano. Assim sendo, o controle da dívida pública não era exatamente uma pauta dos planos de desenvolvimento.

Entretanto, este modelo de crescimento com base no endividamento passa por uma crise sem precedentes, deixando evidente o seu esgotamento, quando, no final da década de 70, mais precisamente em decorrência da segunda crise do petróleo, houve uma reversão inesperada na política monetária norte-americana. Com a chegada de Paul Volcker à presidência do Federal Reserve em 1979, foi colocada e praticada uma política de contração de crédito e de valorização do dólar no cenário internacional através da elevação súbita da taxa básica de juros nos EUA para um nível não esperado.

Sobre esta política Pádua Lima (2012, p. 545-546) destaca que:

“as consequências sobre os países em desenvolvimento com elevado endividamento externo, como Brasil, México e Argentina, foram trágicas. [...] Os estoques de dívidas denominados em moeda local elevaram-se em função tanto do aumento da taxa de juros quanto da valorização do dólar. É preciso lembrar que os empréstimos concedidos pelos Mercados Financeiros Internacionais eram contratados com taxas de juros flutuantes, isto é, taxas repactuadas a cada intervalo de tempo previamente fixado. Além do mais, a maior parte dos empréstimos concedidos nos MFI estava denominada em moeda americana, por essa razão, a repentina e forte valorização da moeda americana teve um impacto violento sobre o montante dessas dívidas em moeda local.”

Em decorrência disso, ao invés de a política nacional ser direcionada ao crescimento econômico, passava agora a ser de ajuste no balanço de pagamentos, através de desvalorizações da moeda, controle de importações e favorecimento de exportações em conjunto com medidas de controle da demanda interna. Em que pese as medidas de ajuste adotadas em cumprimento às exigências dos mercados internacionais, em 1982, após a moratória do México, o Brasil acabou sendo sumariamente excluído dos MFI (Mercados Financeiros Internacionais).

O impacto desse evento foi determinante na economia brasileira, vez que tinha como principal fonte de financiamento o investimento público, dependente em grande parte da capacidade de captação de recursos mediante o endividamento externo.

A ausência desta fonte de recursos, somada a necessidade de pagamento da dívida acarretou na intervenção direta do Fundo Monetário Internacional, com medidas destinadas a criar superávits e garantir o pagamento dos credores internacionais. Se antes da década de 80 índices de inflação altos já eram algo constante na vida dos brasileiros, a adoção de tais práticas somente agravou o processo inflacionário, ocasionando efeitos altamente prejudiciais à economia.

Neste momento em particular, pode-se afirmar que o mercado de valores mobiliários poderia finalmente tornar-se um elemento importante ao desenvolvimento econômico nacional, tendo em vista que os investimentos públicos e o endividamento não eram mais uma possibilidade.

Ocorre que a tais eventos se segue uma profunda crise da economia brasileira, tendo como protagonista a inflação, que só veio a ser controlada efetivamente a partir de 1994, através do Plano Real e das reformas institucionais dos anos 90. Ademais, o processo político brasileiro desde a redemocratização é marcado por acirradas disputas no período.

É sobre tais eventos e suas influências sobre o mercado de valores mobiliários que se passa a discorrer a seguir.

b. Redemocratização, inflação e o papel do Plano Real na estabilização da economia: impactos sobre o mercado de capitais

b.1. Hiperinflação e crise

A partir de 1985, com a redemocratização e a eleição do primeiro presidente civil desde 1964, os governos buscaram a estabilização monetária através de diversos planos heterodoxos que envolviam políticas como congelamento de preços, troca do padrão monetário, etc., sem, no entanto, atacar fundamentalmente a raiz desse processo, que era o desajuste fiscal e expansão monetária destinada a cobrir gastos e a desvalorizar a moeda.

Retomando a questão do ponto de vista do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários é possível novamente traçar uma ligação com os fatores acima descritos do ponto de vista do investimento produtivo.

Dados referentes ao período de hiperinflação mostram épocas em que a inflação atingia o patamar de mais de 80% ao mês. Como já destacado acima, a perda do poder

aquisitivo da moeda atingia principalmente as camadas mais pobres da população que, em meio a este cenário de incerteza e de reajustes constantes nos preços, convertiam a moeda o mais rápido possível em bens de que necessitavam. Pode-se afirmar, de modo radical, que a preocupação principal da maioria da população era com sua subsistência.

Num cenário deste tipo, não há viabilidade para que se inicie um novo empreendimento por alguns motivos principais. A inflação atinge a todos os agentes econômicos, embora não de maneira uniforme, desde o fornecedor de insumos, produtor, até o consumidor final. O fornecedor, para poder manter sua atividade deve reajustar o preço de seus produtos, levando em conta a desvalorização da moeda; o produtor, paga pelos insumos com os preços já reajustados e, a seu turno, levando em conta seus custos de produção, repassa os bens ao consumidor final considerando a inflação e sua margem de lucro em seu preço; o consumidor, por fim, ao adquirir os bens e produtos de que necessita, suporta um preço elevado e concentra seus gastos nos produtos essenciais a manutenção de suas necessidades mais básicas, concentrando as compras em marcas já conhecidas e consolidadas.

Este ambiente era completamente desfavorável ao surgimento de novas empresas e à inovação. Não havia qualquer incentivo para que novos empreendedores implementassem novas ideias ou para que se iniciasse qualquer tipo de empreendimento.

Uma vez que a maior parcela da população tem seu poder de compra limitado por uma inflação galopante e o consumo concentra-se em poucos produtos, como dito acima, a demanda por produtos diferenciados é limitada e a possibilidade de exploração de tais segmentos da indústria pela iniciativa privada é muito pequena.

Além do que, com uma desvalorização tão acentuada da moeda a noção acerca da rentabilidade dos negócios e a possibilidade de cálculo empresarial praticamente perde sentido e carece de parâmetros concretos de análise, levando-se em conta as enormes distorções no sistema de preços.

Na seguinte passagem Henry Hazlitt (2010, p. 170-173) ilustra bem os efeitos de um processo inflacionário sobre a economia e as consequências dos desajustamentos que causa:

“Esses desajustamentos tem eliminado, de certo modo, o incentivo para produzir, ou tem tornado realmente impossível o prosseguimento da produção e, através da interdependência orgânica de nossa economia de trocas, espalha-se a depressão. Somente depois de corrigidos esses desajustamentos é que

podem recomeçar a plena produção e o oferecimento de empregos. [...] [Com a inflação] Torna-se, muitas vezes, mais lucrativo especular do que produzir.”.

As Bolsas de Valores existentes (à época a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e a Bovespa) traduziam muito bem esta situação de total desorganização da economia. Os investimentos concentravam-se basicamente nas empresas estatais ou em sociedades de economia mista, afinal, empresas ligadas ao poder público não estariam sujeitas à falência e a segurança sobre os investimentos era maior. O volume de investidores era baixo, já que eram poucos aqueles com recursos disponíveis para se envolverem nos riscos decorrentes do investimento em ações.

Não havendo incentivo nem condições para o investimento em atividades produtivas, a maioria das operações concentrava-se em especulação financeira, como as operações denominadas de overnight, por exemplo. Ainda, com a inflação em alta, também não havia disposição por parte de investidores para investir em companhias novas e esperar por seu processo de maturação para que o negócio se tornasse efetivamente rentável. A velocidade com que a moeda se desvalorizava não permitia esta prática.

Quando se trata da subscrição de ações ou a sua negociação em mercado secundário, não se podia ter certeza se o preço pago pelos títulos efetivamente expressava o valor real destes e o que representaria a distribuição de dividendos em termos de poder de compra da quantia paga pela companhia. As companhias que captassem recursos por este meio, também não teriam garantia de que o volume captado fosse capaz de financiar as suas operações, tendo em vista que a oscilação de preços de diversos bens era constante.

Foram diversas as tentativas de controle da inflação por meio de planos econômicos, que, em muitas das vezes, faziam mais sentido do ponto de vista político do que econômico, como os congelamentos de preço e a criação dos “fiscais do Sarney”, que poderiam denunciar empresários que não respeitassem os preços estipulados pelo governo. Muito embora essa prática apresentasse resultados imediatos e fosse bem vista pela população, o fato é que depois de certo tempo, demonstrava que contribuía para desorganizar ainda mais a produção.

Sobre o controle de preços, Mises (2010, p. 24-25) faz uma reflexão precisa a respeito de suas consequências (leve-se em conta que no caso brasileiro essas medidas se davam em meio a um processo inflacionário acelerado), como se verifica a seguir:

“A intervenção nos preços visa determinar preços diferentes daqueles que seriam determinados pela ação do mercado. Quando é o mercado livre que determina os preços, se o governo não interferir, o preço do produto cobre os custos de produção. Se o governo fixar um preço mais baixo, os lucros serão inferiores ao custo de produção. Os comerciantes e produtores venderão então apenas as mercadorias perecíveis, as que rapidamente perdem seu valor, guardando as outras para épocas mais favoráveis, quando, afortunadamente, seja suspenso o controle. Se o governo quiser evitar que as mercadorias desapareçam do mercado – uma consequência de sua própria intervenção – não poderá limitar-se a determinar o preço; terá de exigir, simultaneamente, que todos os suprimentos existentes sejam vendidos pelos preços que determinou. [...] No momento em que o governo decreta um preço mais baixo, a demanda passa a ser maior, e a oferta continua inalterada. Consequentemente o suprimento existente não será suficiente para atender à demanda pelo preço fixado. Parte da demanda deixará, então, de ser atendida. O mecanismo do mercado, que normalmente aproxima demanda e oferta pelas mudanças de preço, para de funcionar. Os consumidores que querem pagar o preço oficial ficam de mãos vazias, porque os primeiros compradores terão comprado o estoque inteiro. [...] Um problema muito mais difícil de se resolver surge quando os estoques, que existiam no momento da intervenção nos preços, se esgotam. Como a produção não é mais lucrativa ao preço fixado ela é reduzida ou mesmo interrompida.”.

O resultado dos congelamentos de preços no Brasil foi basicamente este, com a paralisação da produção e distribuição de diversos bens, pela inviabilidade econômica, e o conseqüente desabastecimento do mercado. Vale destacar aqui a introdução daquilo que ficou conhecido como o “confisco dos bois” de modo a garantir o fornecimento de carne à

população, já que com preços congelados os produtores não poderiam continuar produzindo sem sofrer prejuízos.

É de se notar, portanto, porque o fortalecimento do mercado de valores mobiliários não era exatamente uma das maiores preocupações dos governos da época e porque seu funcionamento não se dava de maneira adequada. Isto é, com um cenário econômico deste tipo inexistem incentivos ao investimento produtivo, como já dito, tendo em vista que a atividade das empresas existentes é quase inviabilizada, em decorrência da perda do poder aquisitivo da moeda e de uma demanda limitada, e os recursos disponíveis são destinados pela população à aquisição dos bens que lhe são essenciais em resposta às constantes variações nos preços, como consequência da presença constante da inflação.

A poupança existente acaba sendo afetada diretamente por este processo e a especulação passa a ser o principal investimento.

O funcionamento das negociações em Bolsa passa a ser completamente distorcido e os papéis negociados concentram-se, deste modo, em um número limitado de empresas já existentes, principalmente as estatais. O número de companhias dispostas a abrir capital é muito limitado. Dentro deste contexto, a manipulação das cotações de ações já lançadas no mercado passa a ser muito mais fácil.

Em meio a todos estes problemas, no ano de 1989, o Caso Nahas contribuiu para abalar ainda mais a estrutura do mercado de valores mobiliários brasileiro. Um efeito notável foi com relação à confiança no mercado como alternativa de investimentos. Além disso, o caso mostrou a fragilidade dos mecanismos de controle das negociações e, pode-se dizer, revelou o momento pelo qual passava a economia do país, em que a capacidade de produção e inovação ocupavam um papel secundário nas preocupações dos investidores, de modo que a avaliação da viabilidade do negócio ou de seu prospecto de crescimento não eram o elemento principal na avaliação do desempenho das ações, ao passo que os preços dos ativos financeiros poderiam não refletir essencialmente o real valor das companhias ou suas perspectivas de desenvolvimento. As consequências deste escândalo foram a quebra da Bolsa do Rio de Janeiro e de diversas corretoras envolvidas nas negociações por se encontrarem insolventes.

b.2. O processo de estabilização e as reformas dos anos 90

Esse ambiente caótico da economia, seja para empresas, investidores ou para consumidores, só voltou ao normal com a introdução do Plano Real, cujo sucesso na estabilização da economia foi enorme.

Mais do que um plano de controle de inflação, o Plano Real consistiu numa reforma mais ampla que passava pelo controle rígido de gastos públicos, adoção de regimes de metas de inflação, reformas na administração pública e mudança do pensamento acerca da participação do Estado na economia.

Através do PROER (Programa de estímulo à reestruturação e ao fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional) foi promovida uma completa reforma do sistema financeiro nacional, período em que se verificou a privatização de diversos bancos estaduais e sua incorporação com instituições privadas em situações financeiras mais saudáveis.

Pádua Lima (2012, p. 595) aponta que:

“Ainda no campo das reformas do sistema financeiro o Governo Federal promoveu a privatização da maioria dos bancos estaduais no processo de renegociação das dívidas dos estados; incentivou a entrada de bancos estrangeiros no país com o intuito de aumentar a concorrência no setor; ampliou as exigências de capital mínimo para instituições financeiras cumprindo requisitos internacionais; intensificou a fiscalização e monitoramento do nível do risco do sistema; e estimulou a concentração e conglomeração do setor financeiro. ”.

A redução da participação estatal na economia foi outra medida de enorme importância neste processo, principalmente através da privatização de empresas estatais encarregadas de investir nas áreas de infraestrutura e comunicação, dados os altos custos para operação e investimento nestes mercados em particular e a incapacidade de o Estado prestar um serviço de qualidade e de providenciar os recursos necessários para operar nestes setores. Se num momento a grande maioria das políticas era basicamente pautada no intervencionismo e no planejamento central, a partir das reformas introduzidas o Estado se retirava de quase todos os processos econômicos, deixando para os agentes privados a responsabilidade pela tomada de decisões acerca dos investimentos a serem feitos e dos riscos a serem suportados, desonerando-se de tal tarefa.

Bresser Pereira (1998, p 97-98) resume as mudanças introduzidas no período da seguinte maneira:

“A reforma do Estado envolve quatro problemas que, embora interdependentes, podem ser distinguidos: (a) um problema econômico-político – a delimitação do tamanho do Estado; (b) um outro também econômico-político, mas que merece tratamento especial – a redefinição do papel regulador do Estado; (c) um econômico-administrativo – a recuperação da governança ou capacidade financeira e administrativa de implementar as decisões políticas tomadas pelo governo; e (d) um político – o aumento da governabilidade ou capacidade política do governo de intermediar interesses, garantir legitimidade, e governar. ‘’.

Diante desta perspectiva, para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários interessam alguns pontos específicos do Plano Real e das reformas nos anos 90. São eles: (i) as privatizações; (ii) a reforma do sistema financeiro; (iii) a reintegração ao Sistema Financeiro Internacional; (iv) adoção do regime de metas de inflação e o regime de câmbio flutuante; (v) protagonismo do mercado no processo de tomada de decisões econômicas.

Através das privatizações de empresas dos setores de comunicações, infraestrutura, mineração etc., houve uma movimentação financeira intensa por parte de grupos privados que adquiriram o controle destas companhias. Juntamente com isso, a reestruturação do sistema financeiro e a desestatização de grande parte dos bancos estaduais e a maciça participação de bancos privados e grupos estrangeiros fez com que o setor passasse a operar de maneira mais transparente e com maior estabilidade, transmitindo maior segurança para investidores.

Neste processo de saneamento das instituições financeiras em particular, Yazbek (2012, p. 92) aponta para as subdivisões dos ativos realizadas com o intuito de torná-los atrativos a terceiros, com a separação entre “good bank” e “bad bank”. Passava-se a ter, deste modo, a garantia da liquidez nas operações financeiras e do sistema de pagamentos, do qual os bancos fazem parte.

No que se refere à adoção do regime de metas de inflação, os pontos abordados anteriormente já servem para deixar clara qual a sua importância na manutenção do poder aquisitivo da moeda e de um ambiente macroeconômico estável, que permita o planejamento

empresarial de médio e longo prazo. Quanto ao regime de câmbio, mesmo que a transição do câmbio fixo para o flutuante tenha ocorrido em meio a uma grande pressão externa e através de exigências de ajuste fiscal do país por parte do FMI e de credores internacionais, sua adoção acabou sendo fundamental para que a estabilidade conquistada pudesse ser mantida e contribuiu para a intensificação do fluxo de capital estrangeiro para a economia brasileira, com a reintegração ao sistema financeiro internacional.

Por fim, quando se fala em descentralização das tomadas de decisões, o que se quer apontar é que os agentes privados é que passavam a ser responsáveis pelos processos de escolha nas atividades econômicas, sem que houvesse qualquer tentativa de planejamento ou direcionamento por parte do Estado. Este, a seu turno, seria responsável por assegurar as condições favoráveis ao desenvolvimento econômico no plano macroeconômico, prevenindo a ocorrência de novas crises ou de instabilidades monetárias⁶.

Como visto, portanto, após um período conturbado na organização econômica do Brasil, finalmente a estabilidade, o fim das distorções no sistema de preços e o resgate do poder aquisitivo da moeda, que ampliou as possibilidades de consumo por parte da população, haviam sido alcançados.

Mesmo com o sucesso do Plano Real, vale ressaltar que o processo político para que fosse colocado em prática foi turbulento⁷ e levou alguns anos para que se completasse. Ou seja, pode-se dizer que somente ao final da década de 90 e no início dos anos 2000 é que o processo estava finalizado.

Os fatores destacados acima importam para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários pelo fato de que, após muitos anos, havia de fato um ambiente propício ao investimento privado e ao empreendedorismo.

O aumento do consumo decorrente do controle da inflação e a melhoria nas condições de vida proporcionaram um novo horizonte para o setor produtivo nacional que vislumbrava novas possibilidades de crescimento em setores antes não explorados. Aliado a isso, a abertura gradual da economia possibilitou cada vez mais a participação de investidores estrangeiros⁸, aumentando a quantidade de recursos disponíveis às companhias nacionais.

6 Algo como dizer que a melhor política industrial é não ter política industrial alguma.

7 Matthew Taylor, em seu livro "Judging policy: courts and policy reform in democratic Brazil" demonstra de que maneira a utilização do Poder Judiciário pelos partidos de oposição se deu com o intuito de barrar as reformas propostas à época. Com relação ao tema, Maria Lúcia Pádua Lima também destaca os campos em que as disputas acerca das reformas foram travadas entre os partidos políticos.

Como demonstrado através dos dados apresentados na primeira parte do texto, este tipo de investidor é responsável por uma grande parcela das negociações realizadas na Bolsa. Além disso, a presença de investidores estrangeiros acarreta numa exigência por padrões de governança mais rígidos, conferindo, assim, maior confiança ao mercado. Neste ponto, o papel da BOVESPA na criação dos níveis de governança (com destaque para o Novo Mercado) e de segmentos de acesso também teve importância fundamental, de modo que o espaço conferido pela legislação para a autorregulação da Bolsa.

Interessante notar, também, que em meio ao processo de aberturas de capital verificado na última década passou a haver uma maior diversificação quanto ao tipo de empresas listadas, em setores que vão desde desenvolvimento de softwares, construção civil, operadoras de cartão de crédito, e até mesmo a própria Bolsa, etc.⁹, de maneira que o mercado de valores mobiliários se consolidou e passou a representar uma importante alternativa para captação de recursos via ofertas públicas na economia nacional.

CONCLUSÃO

O objetivo desta exposição foi o de demonstrar a importância do mercado de valores mobiliários no desenvolvimento econômico, pelo fato de que permite a companhias captar recursos junto ao público de modo a viabilizar suas operações e projetos através de uma perspectiva de rentabilidade do negócio.

Indo mais adiante, no entanto, o que se pretendeu demonstrar foi que a consolidação de um mercado forte não depende de um só fator isoladamente considerado. Ou seja, para que desempenhe suas funções adequadamente deve haver, em primeiro lugar, a perspectiva por parte da companhia de que seu negócio tem potencial para crescer de tal modo que possa atrair investidores; de outro lado, os investidores tem de efetivamente enxergar esta possibilidade e deve haver um ambiente de estabilidade e segurança que crie os incentivos adequados para tal finalidade e, mais do que isso, deve haver recursos para serem investidos.

8 Através de resoluções do CNM gradualmente foi sendo possibilitado aos investidores estrangeiros que participassem de investimentos no Brasil, mediante a flexibilização das regras de composição de carteira, período dos investimentos, necessidade de intermediação financeira, dentre outros, com maior destaque para o chamado Anexo IV (resolução 1832/91)

9 Se refere aqui a companhias como MRV, Totvs, Redecard, Visanet, dentre outras, que realizaram ofertas públicas no período e tem seus papéis negociados em Bolsa, o que nos permite concluir que o mercado de valores mobiliários efetivamente vem sendo utilizado como forma eficaz de captação de recursos e é visto como uma aplicação atrativa pelos investidores em geral.

Há, deste modo, um duplo aspecto quando se fala de estabilidade e segurança, tanto para as empresas quanto para os investidores. Um deles é o aspecto normativo, em que a presença de normas jurídicas que atendam aos interesses existentes, com a finalidade de se criar a estrutura adequada para o funcionamento do mercado, é essencial. Do outro lado, deve haver um ambiente econômico propício para que os agentes façam o uso dessas estruturas normativas existentes.

Estas duas dimensões não podem ser desvinculadas. Sem uma economia saudável, os efeitos da existência de um aparato legal são minimizados, de modo que o paradigma “good law + good enforcement = good economic outcome” se mostra insuficiente para explicar o desenvolvimento econômico. Assim como a recíproca também é verdadeira. Vale dizer, sem as instituições legais adequadas as possibilidades de crescimento se mostram limitadas.

Assim sendo, a história do mercado de valores mobiliários brasileiro serve como exemplo desta constatação. Isso porque somente a partir do momento em que a estabilidade econômica foi alcançada e os agentes privados passaram a ser responsáveis pela coordenação da economia e das tomadas de decisão é que se houve a consolidação de um modelo dinâmico de financiamento das companhias, com o fortalecimento da Bolsa de Valores.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. *A Reforma do Estado dos anos 90: lógica e mecanismos de controle*. in Lua Nova Revista de Cultura e Política, n.º 45, 1998.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, LAMY Filho, Alfredo. *A lei das S.A.* Renovar: Rio de Janeiro, 1996.

HAZLITT, Henry. *Economia numa única lição*. 4ª edição. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010.

LEITE, Hélio de Paula e SANVICENTE, Antonio Zoratto. *The Bovespa Index: a Benchmark for investments in Brazil*. São Paulo: Atlas, 1995.

MACARINI, José Pedro. *Um aspecto da política econômica do “Milagre Brasileiro”: O Mercado de Capitais e a Bolha Especulativa de 1969-1971*. Disponível em www.scielo.com.br. Acesso em 31/05/2012.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; PRADO, Viviane Muller. “Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964, in PÁDUA LIMA, Maria Lucia. *Agenda contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil*. Tomo 1. São Paulo: Saraiva, 2012.

MISES, Ludwig von. *Uma crítica ao intervencionismo*. 2ª ed. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010.

NORTH, Douglas. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 1994

PADUA LIMA, Maria Lucia. *A política econômica no período 1979/2010*, in PÁDUA LIMA, Maria Lucia. *Agenda contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil*. Tomo 1. São Paulo: Saraiva, 2012.

RESENDE, André Lara. *Estabilização e Reforma: 1964-1967*. In.: ABREU, Marcelo Paiva (organizador)- *A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica 1889-1989*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

SCHAPIRO, Mario. “*Estado, direito e economia no contexto desenvolvimentista: breves considerações sobre três experiências - governo Vargas, Plano de Metas e II PND.*” In: Eurico Marcos Diniz de Santi. (Org.). *Curso de Direito Tributário e Finanças Públicas - do fato à norma, da realidade ao conceito jurídico*. 1 ed. V.1. São Paulo: Saraiva, 2007.

TAYLOR, Matthew M., *Judging policy: courts and policy reform in democratic Brazil*. California: Stanford University Press, 2008.

TRUBEK, David. *O Mercado de Capitais e os Incentivos Fiscais*. TN-Apec: Rio de Janeiro, 1971.

YAZBEK, Otávio. *Crise financeira e risco sistêmico: a evolução recente da regulação sistêmica no Brasil*. in PÁDUA LIMA, Maria Lucia. *Agenda contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil*. Tomo 2. São Paulo: Saraiva, 2012.

DOCUMENTOS CONSULTADOS

“Pesquisa preliminar do mercado de capitais brasileiro”. Banco Central da República do Brasil, 1965.

“Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro”. Estudo elaborado por MB Associados para a Bovespa, 2000.