

FINANÇAS E MERCADOS FINANCEIROS

A Consolidação do Mercado de Capitais Brasileiro

João Basílio Pereira Neto*

O mercado de capitais brasileiro vai fechar o ano de 2007 consolidando a tendência estrutural de crescimento iniciada em 2003. Nos últimos quatro anos houve um aumento significativo do peso do mercado de capitais na economia. O aumento pode ser observado na última coluna da tabela 1, abaixo. Como pode ser visto, a relação entre o valor de mercado de todas as empresas registradas na Bovespa e o PIB aumentou de 38,7% em 2003 para 87,9% em setembro de 2007. Em termos proporcionais o mercado de capitais quase dobrou de tamanho nos últimos quatro anos. Somente em 2007, considerando os dados disponíveis dos primeiros nove meses, até setembro, o aumento do valor de mercado foi de 40,5% em termos reais. Estima-se que até o final do ano, o aumento possa chegar à 50%.

O crescimento desproporcional do mercado de capitais é fruto de dois processos distintos: um é o aumento de preços no mercado *spot*, fruto de maior volume de negócios e pode apenas indicar inflação de ativos; o segundo é uma ampliação do capital negociado na bolsa, por conta de operações de *IPO (Initial Public Offering)* e aberturas de capitais, indicando um aumento no patrimônio das empresas. O primeiro decorre do ajuste de mercado via preços, e o segundo via quantidades ofertadas de ações. Os dois processos estão ocorrendo no mercado de capitais brasileiro. O aumento de preços ocorreu de forma predominante nos primeiros três anos de 2003 a 2006, e somente em 2007 se consolidou a tendência de expansão do número de ações negociadas, diminuindo a pressão interna de uma possível formação de bolha no mercado de capitais.

Tabela 1. Valor de Mercado e PIB

Ano	Valor de Mercado ⁽¹⁾	Taxa de Cresc. %	PIB ⁽²⁾	Taxa de Cresc. %	Valor/PIB
2003	832.703	-	2.149.911	-	38,7%
2004	993.004	19,3%	2.272.720	5,7%	43,7%
2005	1.223.382	23,2%	2.339.618	2,9%	52,3%
2006	1.613.699	31,9%	2.426.184	3,7%	66,5%
2007/Set	2.266.686	40,5%	2.577.326	6,2%	87,9%

(1) Preços de 2007/set, corrigidos pelo IGP- DI.

(2) Preços de 2007/set. Valor de 2007/set é preliminar.

* Professor de Economia e Coordenador de Pós-Graduação em Finanças Corporativas e Mercados Financeiros na UniBrasil. Membro da equipe técnica do Boletim de Economia e Tecnologia UFPR-CEPEC. Doutorando em Desenvolvimento Econômico pela UFPR: joabasilio@unibrasil.com.br.

A expansão, inicialmente em preços e depois em quantidades, pode ser explicada por três causas que se combinaram virtuosamente. A primeira foi o ambiente macroeconômico favorável vivido nos últimos quatros, em que se observou uma redução da taxa de juros e um aumento no crescimento do nível de atividade econômica induzindo as empresas em retomarem investimentos para ampliar a oferta de bens e serviços na economia.

A segunda é uma mudança de hábito e mentalidade por parte dos agentes econômicos. Do lado das empresas (demanda de recursos financeiros) houve uma mudança nas estratégias de captação, que passaram a captar recursos diretos no sistema financeiro não intermediado ao invés de operações de crédito, ao mesmo tempo em que aumentaram a emissão de ações em substituição à alternativa de emitir debêntures. Do lado dos investidores institucionais (fundos de pensão e fundos de investimento), houve uma reorganização de *portfólios* com migração de aplicações em renda fixa para renda variável, especialmente ações, estimulados pelo ambiente macroeconômico favorável e juros em baixa. Houve também um aumento de investidores pessoas físicas, também estimulados pela queda dos rendimentos no segmento de renda fixa. A combinação de um aumento na demanda de recursos financeiros (causa 1) com um aumento na oferta (causa 2), ambos decorrentes de cenário macroeconômico de crescimento, alavancou as operações no mercado de capitais, conduzindo aos resultados citados.

A terceira causa é de ordem institucional e atua de forma complementar às demais. Refere-se à um conjunto de medidas tomadas pela CVM e pela Bovespa no sentido de popularizar e dar maiores garantias é pequenos investidores. Exemplos destas medidas são a constituição de mecanismos de *tag along*²⁵, práticas de governança corporativa e *disclosure*²⁶, constituição de mercados diferenciados segundo o nível de governança adotado pelas empresas (N1, N2 e NM), e melhoria na divulgação de informações sobre operações de

²⁵ Mecanismo que assegura aos acionistas minoritários que possuem ações ordinárias, um pagamento mínimo equivalente à 80% do valor das ações negociado em ocasiões de mudança de controle acionário.

²⁶ As práticas de governança e mecanismos de transparência (*disclosure*) variam conforme o nível adotado. O nível 1 estabelece que: as empresas devem ter 25% do capital em circulação no mercado (*free-float*); usar mecanismos de ofertas públicas que permitam pulverização das ações; divulgar informações detalhadas, incluindo fluxo de caixa, a cada três meses; divulgar mensalmente operações que impliquem em mudanças nos ativos; divulgar acordos de acionistas. O nível 2, adicionalmente às práticas anteriores, estabelece que: o Conselho de Administração tenha mandato unificado de um ano; publicar balanço anual no máximo em quatro meses após fim do exercício contábil; adotar regras internacionais de contabilidade (IASB GAAP ou US-GAAP); adoção do *tag along*; dar direito à voto, em determinadas matérias, à acionistas preferenciais; comprar as ações pelo valor econômico, no caso de fechamento de capital; aderir à Câmara Arbitral do Mercado para a resolução de conflitos arbitrários. Por fim para ingressar no Novo Mercado (NM) a empresa deve: ter 100% do capital composto por ações ordinárias; estender à todos os acionistas as mesmas condições obtidas pelos acionistas controladores. Os compromissos citados são os mais importantes, há outros não citados.

mercado. Estas melhorias, ainda insuficientes, têm por objetivo corrigir problemas históricos de manipulação de mercado por grandes investidores no passado e clima de desconfiança sobre o mercado daí derivado, tornando assim o mercado mais próximo ao modelo ideal de um mercado de concorrência perfeita.

A Expansão na Oferta e Demanda de Ações

O crescimento do valor das empresas em relação ao PIB é resultante de dois mecanismos de expansão diferenciados. O aumento dos preços das ações em função de uma demanda maior por estes ativos e o aumento do patrimônio das empresas através de novas ofertas públicas no mercado primário (IPO). As IPO, por sua vez podem ser subdivididas em duas partes: uma inclui empresas de capital aberto que estão ampliando seu capital social; outra de novas empresas que estão abrindo o capital pela primeira vez.

Em 2006 e 2007 houve um considerável aumento tanto nas ofertas primárias, quanto nas ofertas secundárias. A tabela 2b mostra o percentual de aumento anual. É nítido que o crescimento da oferta de ações (captação por parte das empresas) se deu a partir de 2006, indicando um ajuste recente em termos de quantidade. A expansão do mercado de capitais brasileiro foi prenunciada em 2005, quando houve um aumento 116,3% na emissão de ações por parte de empresas já listadas na Bovespa (oferta secundária). No total as empresas captaram R\$ 30,436 bilhões em 2006 e apenas nos primeiros nove meses de 2007 já captaram R\$ 69,531 bilhões, um aumento de 118,4%. Se imaginarmos que os fundos de investimentos levantados em 2007 pelas empresas significam maiores investimentos em capacidade produtiva e levando em conta que projetos consomem um certo tempo para entrar em operação, então temos que a atual taxa de crescimento da economia, estimada em 5,0% para 2007, ainda não capitalizou os impactos desta enorme quantidade de recursos. Os efeitos positivos destes investimentos privados somente serão percebidos em 2008, com o que pode-se esperar que a economia brasileira possa apresentar um bom desempenho, se depender do setor privado.

Tabela 2a. Bovespa IPO's em R\$ milhões

Ano	Volume por oferta (R\$ Milhões)				% Inv.Estrangeiro
	Primária	Secundária	Total	Inv. Estrangeiro	
2004	4.368	4.437	8.805	6.093	69,2%
2005	4.340	9.596	13.936	9.666	69,4%
2006	16.324	14.112	30.436	20.115	66,1%
2007/set	36.589	32.942	69.531	45.423	65,3%

Fonte: Bovespa

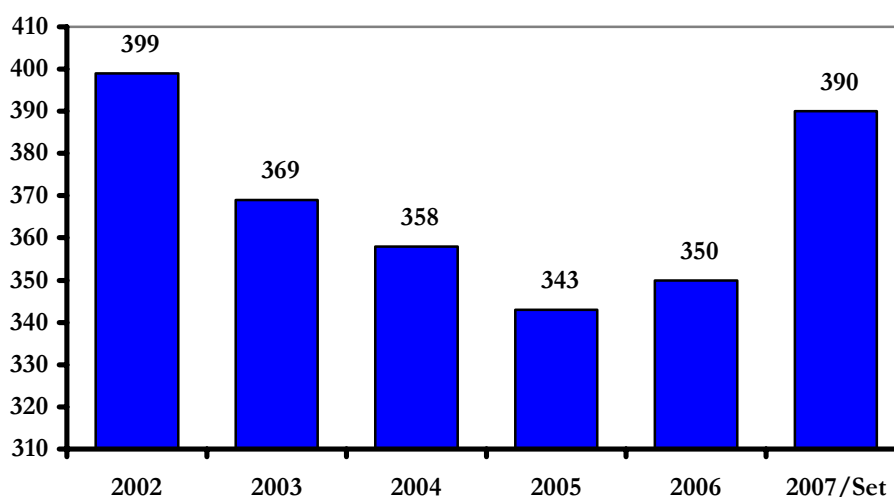
Tabela 2b. Bovespa IPO's – Taxa de Variação Anual

Ano	Volume por oferta			
	Primária	Secundária	Total	Inv. Estrangeiro
2005	-0,6%	116,3%	58,3%	58,6%
2006	276,2%	47,1%	118,4%	108,1%
2007*	124,1%	133,4%	128,4%	125,8%

Fonte: Bovespa

O aumento da oferta também pode ser visualizado a partir do gráfico 1, o qual mostra que a expansão no mercado primário ocorreu em 2007. O número de empresas listadas na Bovespa aumentou em 7 durante o ano de 2006 e em 40 durante os primeiros nove meses de 2007, atingindo um total de 390 empresas com ações negociadas na bolsa. Este número, contudo, é mais baixo que 2002, quando havia 399 empresas.

Gráfico 1. Companhias com Capital Aberto na Bovespa



Fonte: Bovespa

Uma outra maneira de visualizar o aumento da oferta física de ações é avaliar o número de IPO's em cada período. Conforme pode ser vista na tabela 3, o número de operações de ofertas públicas tem crescido de forma acelerada até 2007, com um recorde de 75 operações nos primeiros nove meses.

A contrapartida e complemento da forte expansão do número de ações é a existência de um mercado investidor disposto a alocar recursos sob a forma de ações. O aumento do número de IPO's em cada ano foi seguido de um aumento na quantidade de investidores individuais, tanto pessoas físicas quanto jurídicas. O número médio de investidores por IPO

subiu de 4.067 em 2004 para 8.113 em 2006 e 13.182 em 2007. Isto significa que o mercado de capitais tem se popularizado e desconcentrado pelo lado do investidor. As ofertas públicas de 2007 envolveram um número recorde de investidores, chegando a quase um milhão, com a participação de 65,3% de capital estrangeiro.

Tabela 3. Número de IPO's e Investidores

Ano	Nº de IPO's	Investidores	Variação	Média Inv. p/ IPO
2004	15	60.998	-	4.067
2005	19	71.790	17,7%	3.778
2006	42	340.741	374,6%	8.113
2007/set	75	988.644	190,1%	13.182

Fonte: Bovespa

No que se refere ao comportamento dos fundos de investimento, os resultados, como fruto de um movimento geral, não poderiam apresentar resultados diferentes. Se tomarmos o patrimônio líquido de todos os fundos de investimentos no mercado financeiro brasileiro, constatamos que a participação relativa dos fundos exclusivamente de ações aumentou de 4,3% para 8,0% em 2006 e 2007, tomando período de setembro à setembro. Houve um aumento tanto na quantidade de fundos, quanto na quantidade de cotistas. A tabela 4 a seguir, mostra a evolução dos fundos de investimentos em ações nos últimos dois anos. A fim de comparar com a evolução dos demais fundos, efetuamos a soma do patrimônio líquido de todos os demais. O patrimônio líquido total, em setembro de 2007, corresponde a 65,8% do PIB brasileiro, e apesar de um alto crescimento de 19,5% em 2007 (de janeiro a setembro), o que se observa é um crescimento de 89,9% dos fundos de ações, podendo chegar até ao final do ano com um crescimento acumulado de 100%.

Tabela 4. Fundos de Investimentos em Ações

	Nº Fundos	Nº Cotistas	Patrim. Líquido- R\$ milhões			Patr. Líquido Var. Anual			a/b
			Ações (a)	Demais*	Total (b)	Ações	Demais*	Total	
2005/set	481	1.834.327	49.247	1.103.342	1.152.589	-	-	-	4,3%
2006/set	530	2.010.849	71.449	1.349.698	1.421.147	45,1%	22,3%	23,3%	5,0%
2007/set	654	2.337.420	135.687	1.562.656	1.698.343	89,9%	15,8%	19,5%	8,0%

Fonte: CVM. Elaborado pelo autor

* Inclui fundos de investimento e fundos mútuos de renda fixa, multimercado, cambial, referenciado, dívida externa, etc.

Perspectivas Futuras

O forte aumento do mercado de capitais observado nos últimos três anos, com altas taxas de retorno para os investidores, configurou um momento único tanto para empresas quanto para investidores. As taxas altas de crescimento e preços, refletidas no desempenho médio do Índice Bovespa e IBovespa, deve-se antes de mais nada à existência de uma base inicial pequena, decorrente de um período de baixo crescimento econômico da década de 1990 que se estendeu até 2003, fruto das políticas macroeconômicas e crises cambiais e financeiras vividas pelo país. Disto decorre que os altos ganhos obtidos nos últimos dois anos no mercado de capitais não serão mais obtidos no futuro próximo. O cenário para 2008 é de consolidação do mercado de capitais, mas num nível de rendimentos atrativos para investidores, porém menores que os observados nos últimos dois anos. Estes últimos dois anos podem ser interpretados como um período de recuperação de terreno vazio, em que o avanço foi grande, quando comparado com um passado de baixo desempenho do mercado de capitais como um todo. Havia espaço para altas taxas de crescimento, espaço este que já foi em grande medida esgotado. Mas ainda há espaço para crescimento do mercado de capitais, pois como pode ser visto (gráfico 1), o número de empresas com capital aberto listadas na bolsa é menor do que 2002.

Um outro momento que está sendo aguardado com muita expectativa é a aproximação do país da classificação de risco como *Investment Grade*. Caso a classificação ocorra em 2008, como prevê o mercado, este será o grande impulso para valorização dos papéis neste ano. Ninguém sabe qual será o impacto deste evento sobre os preços, pois é impossível calcular o quanto de capital estrangeiro ingressará no país, por conta de grandes investidores institucionais. O *Investment Grade*, se ocorrer, provocará uma grande onda com alta valorização de curto prazo, até encontrar um nível de estabilidade com um índice P/L médio maior. Em novembro de 2007 os investidores estrangeiros representaram 35,0%²⁷ das compras e venda do mercado, incluindo mercados à vista, termo e opções, com um giro de R\$ 90 bilhões, de um total de R\$ 256 bilhões transacionados. Dada a capacidade de investimentos dos grandes fundos internacionais, um pequeno deslocamento dos *portfólios* destes fundos para o Brasil, será de grande impacto, e pode trazer grandes oscilações no mercado de capitais em 2008.

²⁷ Fonte: Bovespa, Informe Técnico Novembro/2007.