

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO ACADÊMICO DO AGRESTE
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

ALAN UMBURANA CAETANO

POR QUE O MERCADO DE CAPITAIS NÃO FINANCIAM A
INFRAESTRUTURA BRASILEIRA

CARUARU
2014

ALAN UMBURANA CAETANO

**POR QUE O MERCADO DE CAPITAIS NÃO FINANCIAM A
INFRAESTRUTURA BRASILEIRA**

**Monografia apresentada ao curso de graduação
em Ciências Econômicas da Universidade
Federal de Pernambuco – UFPE, como requisito
para obtenção para graduação em Ciências
Econômicas.**

**Orientador: DR. André Luis de Miranda
Martins**

Caruaru

2014

Catálogo na fonte:
Bibliotecária Simone Xavier

C128p Caetano, Alan Umbrana.
Por que o mercado de capitais não financia a infraestrutura brasileira. / Alan Umbrana
Caetano. - Caruaru: O Autor, 2014.
55f.; 30 cm.

Orientador: André Luiz de Miranda Martins
Monografia (Trabalho de Conclusão de curso) – Universidade Federal de Pernambuco, CAA,
Economia, 2014.
Inclui referências bibliográficas

1. Mercado de capitais. 2. Infraestrutura - Brasil. 3. Desenvolvimento. I. Martins, André
Luiz de Miranda. (Orientador). II. Título.

330 CDD (23. ed.) UFPE (CAA 2014-165)

Aprovado em: 23 / 01 / 2015

BANCA EXAMINADORA

André Luis de Miranda Martins
Universidade Federal de Pernambuco – UFPE-CAA

Klebson Humberto de Lucena Moura
Universidade Federal de Pernambuco – UFPE

Bruno Tadeu Lopes Siqueira Moura
Universidade Federal da Paraíba – UFPB

Nota: 7.0

Alan Umburana Caetano

Por que o mercado de capitais não financia a infraestrutura brasileira

Monografia apresentada á Universidade Federal de Pernambuco: Campus do Agreste – UFPE-CAA, como requisito para obtenção da graduação em Ciências Econômicas.

Dedico aos meus pais e meus parentes;

Vivos: minhas desculpas por qualquer erro ou omissão;

Aos que já se foram: minhas sinceras homenagens e saudades.

Agradecimentos

Agradeço primeiramente a Deus por ter iluminado minha mente nesta jornada, a minha mãe por todo companheirismo, amor, ensinamento, castigos e suporte, ao meu pai por todo suporte.

A toda minha família em especial do meu tio que tenho como um pai: Antônio Galindo por todo amor e ajuda desde que nasci.

Aos meus grandes amigos: Sérgio Casé por todo apoio e ensinamentos devido a sua maior vivência acadêmica, e, a Renata Oliveira por todo companheirismo, amizade e intelectualidade ao longo dessa jornada.

Agradeço ao professor orientador: André Luis de Miranda Martins, pela paciente e dedicada orientação, e pela competência.

Aos professores _____, _____ e _____ componentes da banca examinadora, pelas importantes observações apresentadas.

“O mais previsível no mercado de capitais é a quantidade de especialistas que se atribuem o mérito de prevê-lo”.

Dave Weinbaum

Resumo

Este trabalho tem por objetivo mostrar um breve estudo histórico de maneira a encontrar uma possível solução para os problemas infraestruturais brasileiro, através da evolução do mercado de capitais. Serão abordados dois temas principais: História do mercado de capitais no Brasil, e a história da evolução da infraestrutura no Brasil, que darão um panorama da evolução histórica desses temas que servirá de base para todo o trabalho. A luz da experiência internacional, onde é visto um breve panorama da poupança contratual mundial e a evolução do mercado de capitais mundial, destacam-se as reformas no mercado de capitais do México que servirá de exemplo para o caso brasileiro. Serão apresentadas as reformulações para a evolução do mercado de capitais no Brasil, tais como: reforma fiscal e tributária, a transferência do FGTS e a reforma regulatória. Onde esses fatores são apontados como impeditivos para o desenvolvimento do mercado de capitais de maneira a elucidar os entraves enfrentados.

Palavras chave: Mercado de capitais. Infraestrutura. Desenvolvimento. Entraves.

Abstract

This paper aims to show a historical brief study in order to find a possible solution for Brazilian infrastructure problems through the development of capital Market. It will be covered two main themes: History of capital Market in Brazil and the history of the infrastructure development in this country. This approach aims to present an overview of the historical development of these issues which will structure the basis for the whole research. Based on international experience, where is possible to notice a brief overview of the world's contractual savings and the development of the capital Market, this work will use the reforms in Mexico's capital Market as example of comparison, so that, to provide a model for Brazilian case. Reformulations will be presented for the development of the capital Market in Brazil, such as tax reform, the FGTS transfer and regulatory reform. These factors are impediments to the development of the capital market previously mentioned, in order to elucidate the barriers faced.

Key words: Capital Markets; infrastructure, development; barriers.

Lista de ilustrações

FIGURA 1- TAXA DE JUROS DOS TÍTULOS DO GOVERNO, MAIO DE 2000 A JULHO DE 2004	28
GRÁFICO 1- CARGA TRIBUTÁRIA POR UNIDADE - % DO PIB	34
TABELA 1 - MERCADO INTERNACIONAL PRIMÁRIO PRIVADO DE RENDA FIXA E RENDA VARIÁVEL	23
TABELA 2 - VALOR DO ESTOQUE DE TÍTULOS DE RENDA FIXA - % DO PIB.....	24
TABELA 3 - COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA DO TESOURO MEXICANO, 1999-	27
TABELA 4- RETRATA A EVOLUÇÃO DO NOVO SISTEMA DE FUNDO DE PENSÃO DO MÉXICO DE COMO SEUS RECURSOS ESTÃO ALOCADOS.....	32

Lista de abreviaturas e siglas

PIB – Produto Interno Bruto

FGTS – Fundo garantidor do trabalho

IBMEC – Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais

BM&F – Bolsa de mercados e Futuros

AIOS – Associação Internacional de Órgãos de Fiscalização Dos Fundos de Pensão

PAEG – Plano de Ação Econômica

ORTN – Obrigação do Tesouro Nacional

CMN – Conselho monetário Nacional

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

NYSE – New York Stock Exchange

ADR – American Depositary Receipts

SEC – Securities and Exchange Commission

SAS – Sistema de Análise Estatística

BNDE – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

PND – Plano Nacional do Desenvolvimento

PAC – Programa de Aceleração do Crescimento

EPE – Empresa de Pesquisa Energética

PAYG – Pay As You Go System

BMC – Banco Central Mexicano

PRONAFIDE – Programa Nacional de Financiamento para o Desenvolvimento

IMSS – Instituto Mexicano de Seguridade Social

CPMF – Contribuição Provisória sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira

FAT – Fundo de Amparo ao Trabalhador

SPC – Secretaria de Previdência Complementar

SUSEP – Superintendência de Previdência Complementa

Sumário

1 INTRODUÇÃO	1
2 REFERENCIAL TEÓRICO	2
3 HISTÓRIA DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL	4
3.1 O MERCADO DE CAPITAIS	8
3.2 A ESTRUTURA DO MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL	9
<i> Mercado primário</i>	<i>10</i>
<i> Mercado secundário</i>	<i>10</i>
<i> O novo mercado.....</i>	<i>11</i>
4 HISTÓRIA DA EVOLUÇÃO DA INFRAESTRUTURA NO BRASIL	13
5 LIÇÕES DE EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL: O CASO DO MÉXICO.....	20
5.1 BREVE PANORAMA DA POUPANÇA CONTRATUAL MUNDIAL	22
5.2 A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPTAIS MUNDIAL.....	23
5.3 O CASO DO MÉXICO	25
5.3.1 <i>O mercado de renda fixa mexicano</i>	<i>26</i>
5.3.2 <i>A reforma dos fundos de pensão do México.....</i>	<i>30</i>
6 OS ENTRAVES PARA O MERCADO DE CAPITAIS FINANCIAR A INFRAESTRUTURA BRASILEIRA.....	34
6.1 REFORMAS FISCAIS E TRIBUTÁRIAS	34
6.2 A TRANSFERÊNCIA DO FGTS	35
6.3 REFORMA REGULATÓRIA	36
7 CONCLUSÃO	38
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	39

1 Introdução

O presente trabalho procura uma solução alternativa para diminuir a dependência dos bancos para financiamentos de empreendimentos de longo prazo ligados a infraestrutura.

A economia brasileira cresceu a taxas elevadas no período que vai de 1950 a 1980. O Produto Interno Bruto (PIB) nacional expandiu-se, em média, 7,5% ao ano, enquanto as principais economias capitalistas e as latino-americanas cresceram a taxas médias anuais de 4,6% e 4,8%, respectivamente. Entretanto, nas últimas décadas, a expansão da economia brasileira sofreu significativa desaceleração. Entre 1980 e 2002, o PIB brasileiro cresceu à taxa média de 2,39% ao ano, abaixo da média anual da economia mundial, de 3,25%. As explicações para essa desaceleração são diversas, mas reconhecer a influência da infraestrutura, promovidos em quantidade insuficiente e em qualidade inferior ao padrão internacional é de suma importância. Esse diagnóstico é corroborado pelas relações positivas entre o investimento em infraestrutura e o crescimento da economia brasileira encontradas nos trabalhos de Florissi (1997) e Ferreira e Malliagos (1998).

É mostrado no presente trabalho que com a evolução do mercado de capitais de maneira que uma reformulação em fatores essenciais para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro sanará os problemas que causam os entraves que se defronta. Podendo-se, assim desenvolver a economia de forma sustentada, a fim minimizar problemas estruturais que fazem o Brasil não conseguir desenvolver mais sua economia.

É sabido que o Brasil encontra-se em dificuldades para continuar seu desenvolvimento devido alguns problemas estruturais que seguem: Estradas, ferrovias, aeroportos e portos. Em face da escassez de recursos governamentais para atender aos anseios da sociedade brasileira em matéria de educação, saúde, transporte de passageiros, previdência e, etc.

O objetivo geral do presente trabalho é mostrar que o desenvolvimento do mercado de capitais pode financiar a infraestrutura brasileira, reduzindo a dependência do sistema bancário. Mas que para isto ser feito alguns ajustes deverão ocorrer, tais como: reforma tributária e fiscal, transferência do FGTS e

reforma regulatória. Onde o objetivo específico do presente trabalho é mostrar através da história do mercado de capitais e a história dos gargalos infraestruturais a trajetória de evolução na conjuntura brasileira. A luz da experiência internacional que no caso o México país posto como exemplo de reformas no seu mercado de capitais de sucesso, que se forem feitas reformas no judiciário, no papel do estado na economia o mercado de capitais pode ser uma solução para o problema de investimentos em infraestrutura no país.

2 Referencial Teórico

A história do mercado de capitais brasileiro mostra que houve reformulações e melhorias decorrentes do passado, onde destaca-se a reforma que norteou o campo das reformas para as praticas modernas que de acordo com Vieira e Clemente (2004, p. 107),

“A reforma da Lei das Sociedades Anônimas buscou ainda favorecer a transparência e a dispersão acionária do mercado de capitais, o que estava nitidamente vinculado às modernas práticas de Governança Corporativa que vinham se desenvolvendo no Brasil e no Mundo”.

A importância do mercado de capitais para Mishkin (2000, p.143) é de que, é um mercado no qual, dívidas de longo prazo (vencimento de um ano ou mais) e títulos de propriedade, como ações, por exemplo, são negociados. Títulos de mercado monetário são em geral mais amplamente negociados do que títulos de longo prazo e, portanto tendem a ter maior liquidez.

A importância do funcionamento deste mercado é mostrada por Pinheiro (2008) “onde o mercado primário de ações é onde se negocia a subscrição (venda) de novas ações ao público, ou seja, no qual a empresa obtém recursos para seus empreendimentos”.

De acordo com Mishkin (2000) o mercado secundário onde ocorre as negociações contínuas de títulos do passado, operando operações de compra e venda posteriores a colocação no mercado primário.

A história da evolução da infraestrutura no Brasil no período compreendido entre o pós-guerra e meados da década de 1990, pode-se, em nível agregado, conforme apontado em Ferreira e Malliagos (1998), ser dividida

duas fases: 1945-1979 e 1980-1995. A primeira foi marcada por forte expansão do investimento na infraestrutura, ampliando a oferta e a qualidade dos serviços, enquanto, na segunda fase, a crise das finanças públicas comprometeu a capacidade de investimento das estatais, tanto na expansão quanto na manutenção do capital de infraestrutura.

A importância do mercado de capitais para uma economia desenvolvida que segundo o Instituto IBMEC(2014, <http://ibmeclabrpmcom.com.br/>)

“Quanto mais desenvolvida uma economia mais ativo é o papel do mercado de capitais que é de fundamental importância na captação de recursos que geram desenvolvimento nas empresas acarretando mais empregos e maior renda. O mercado de capitais atualmente só participa com apenas 11,5% do financiamento dos investimentos privados e de 18,3% do exigível financeiro das empresas.”

Para Nóbrega (2000, p.96) “a abertura de capital tem sua importância consolidada pela diluição dos riscos de novos investimentos, além do incentivo à inovação e à ampliação da transparência na divulgação das informações operacionais de acordo com a legislação vigente”.

A abertura da privatização de parte do setor de infraestrutura requer que as empresas sejam de capital aberto sendo negociadas na BM&F Bovespa, portanto algumas reformas têm de ser feitas que segundo La Porta e outros (1997) dizem que há um viés favorável aos devedores, pois se estes usarem todos os recursos que o código civil lhes assegura durará dez anos a ação civil até a transferência de recursos ao credor.

A diminuição e reformulação do papel do estado no setor financeiro brasileiro é defendido por (NILSON TEIXEIRA, 2007 p.117)

”O estado não precisa mais assumir o papel de gestor da poupança privada o mercado de capitais já é suficiente maduro para gerir esses recursos...Além disso, a gestão desses recursos pelo setor privado tende a aumentar a transparência dos projetos e permitir um melhor acompanhamento dos resultados obtidos, tornando-se outro importante mecanismo de fortalecimento do mercado de longo prazo do país.”

O México é um exemplo de que a poupança gerida por instituições privadas com boa fiscalização é um mecanismo de forte ajuda ao sistema financeiro nacional. A reforma nos fundos de pensão do México em 1995 e 1997 que estimulou a poupança de longo prazo sendo a captação de recursos feita por

empresas privadas especializada na gestão de fundos de pensão que é exemplo mundial de sucesso em suas reformas.(AIOS, 2003).

CAMPOS(2004) defende a tese de que a abertura de capitais para financiamento da infraestrutura brasileira em especial o caso portuário mundial são acompanhados de melhorias .

“O que se nota é que países de maior expressão mundial, como Estados unidos, China, Alemanha, Reino Unido e Canadá, tem adotado constantemente o modelo de privatizações, abrindo empresas (no caso, infraestrutura) à participação privada em sua estrutura societária, onde a maior prova do sucesso deste modelo é a presença no ranking dos mais eficientes investimentos em infraestrutura do mundo.” (CAMPOS, N. S. 2012, p.23)

3 História do mercado de capitais no Brasil

O mercado de capitais era praticamente ínfimo antes da década de 60, pelo motivo de ter um ambiente econômico no qual a inflação era constantemente crescente, além da legislação vigente na época que limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros, fato este que minava o desenvolvimento do mercado de capitais do Brasil. Pode-se afirmar que no Brasil muitas das empresas, desde sua formação até o seu desenvolvimento, foram baseados quase

exclusivamente em uma estrutura familiar, este fato acarretava em companhias com uma estrutura de capital pouco aberta e que em sua grande parte eram administradas por seus próprios proprietários.

Até a metade dos anos 1960, quando foi levado á frente mudanças na legislação que impactaram no crescimento no mercado de capitais, o estado era quem conduzia a iniciativa e propiciava o crescimento econômico. O estado criou empresas nesta época nos mais diversos campos da economia, desde aqueles setores com pouca atratividade para iniciativa privada até os que demandavam um grande aporte de capital, projetos mais arriscados em geral, que inviabilizava a participação do setor privado como, por exemplo, a criação da Petrobras.

Foi com o PAEG – Plano de Ação Econômica do Governo, que algumas reformas institucionais que podem ser consideradas fundamentais para que este cenário começa-se a mudar com o a sanção de algumas leis que viriam a reestruturar o mercado financeiro nacional, dentre estas a Lei nº 4.537,64, na qual instituiu a correção monetária e através da criação das ORTN (Obrigação do Tesouro Nacional), a Lei 4.595/64, que reformulou todo o sistema nacional de intermediação financeira e criou o CMN – Conselho Monetário Nacional e o Banco Central, sendo denominada lei da reforma bancária em virtude das diversas alterações trazidas. No entanto a lei mais importante, a Lei nº 4.728/65, primeira Lei de Mercado de Capitais, veio a disciplinar esse mercado e estabelecer as medidas necessárias para o seu desenvolvimento.

Com as diretrizes desta Lei foi criado um quadro institucional que se tinha como modelo o norte – americano, surgiu a regulamentação dos bancos de investimento, bancos comerciais, financeiras, bolsa de valores corretoras e distribuidoras, com a nova estruturação houve a possibilidade de que os investidores tivessem um acesso a um mercado novo onde estes poderiam aplicar seus recursos naquilo que lhes parecia mais atrativo.

Com a aplicação das referidas legislações, ocorreu uma série de alterações no mercado de capitais brasileiro, tais como: a reformulação da legislação sobre Bolsa de Valores, a transformação dos corretores de fundos públicos em Sociedades Corretoras, forçando sua profissionalização, a criação dos Bancos de Investimento, a quem foi atribuída a principal tarefa de

desenvolver a indústria de fundos de investimento. Tendo sido criada ainda a Diretoria de Mercado de Capitais, a qual cabia regulamentar e fiscalizar o mercado de capitais brasileiro.

Posteriormente houve a criação do fundo (157) em 10/02/1967. O Qual foi sem dúvida um dos incentivos fiscais mais significativos, dentre os proporcionados pelo governo. Em virtude destes incentivos oferecidos pelo governo, houve uma grande demanda por ações pelos investidores, sem que as emissões acompanhassem esse ritmo, desencadeando assim um “boom” da Bolsa do Rio de Janeiro no início dos anos 70.

Este movimento especulativo ficou conhecido como “boom de 1971” trouxe fortes consequências ao mercado de capitais brasileiro desencadeando vários anos de recessão no mercado de capitais, devido a algumas ofertas de ações de companhias sem a devida estrutura terem causado grandes prejuízos. Naquela época o mercado de capitais ficou conhecido como uma grande “aposta” na qual se podia ganhar muito dinheiro ou ir à falência.

Devido este quadro de estagnação o governo implementou a Lei de sociedades anônimas, que tinha como principal propósito a regulamentação da estrutura básica que as empresas deveriam seguir na sua contabilidade, forma organizacional, direitos e deveres dos acionistas e dirigentes. Previa ainda questões como a publicidade de informações, legalidade, prestação de contas, responsabilização, dentre outros fatores que à luz das práticas adotadas pela governança corporativa atualmente, pode-se afirmar que se tratava do início da adoção destas práticas no mercado de capitais brasileiro. E a Lei 6.385/76 que viria a ser a segunda lei do mercado de capitais, a qual criou a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) instituição governamental que tinha como objetivo exclusivamente regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as Bolsa de Valores e as companhias abertas.

Apesar destas alterações não trazerem muito efeito a priori, no início da década de 1990 elas começaram a surtir efeito, quando algumas empresas brasileiras começaram a acessar o mercado externo através da listagem de suas ações em bolsas de valores estrangeiras, principalmente a NYSE (New York Stock Exchange), sob a forma de ADR's (American Depositary Receipts) com o objetivo de se capitalizar de uma forma menos onerosa.

Com o início da internacionalização das companhias brasileiras, estas foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela SEC (Securities and Exchange Commission), órgão regulador do mercado de capitais, norte-americano. A partir desse momento as empresas brasileiras tiveram que adotar posturas e práticas diferentes em relação à transparência e divulgação de suas informações, essas novas práticas são os chamados “princípios de governança corporativa”.

Pode-se dizer que este foi o ponto de partida para as iniciativas do governo federal para a revitalização do mercado de capitais brasileiro, dentre as principais iniciativas tivemos a aprovação da Lei que propicia a criação do Novo Mercado e dos níveis 1 e 2 de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo.

O começo das preocupações com as questões acerca da governança corporativa veio à tona devido à necessidade de contar com um mercado de capitais moderno, dinâmico e que de fato viesse a funcionar como uma fonte de financiamento para as Empresas.

Houve grandes avanços no que diz respeito à estrutura regulatória, tal como o fortalecimento da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), a qual buscou, mesmo que de forma um tanto quanto tímida, dar uma maior proteção aos acionistas minoritários e aperfeiçoar a auto regulação do mercado. Ainda de acordo com Vieira e Clemente (2004), “a reforma da Lei das Sociedades Anônimas buscou ainda favorecer a transparência e a dispersão acionária do mercado de capitais, o que estava nitidamente vinculado às modernas práticas de Governança Corporativa que vinham se desenvolvendo no Brasil e no Mundo”.

No ano de 2002, foi aprovada uma reforma da lei de SAS que assegurou alguns importantes direitos aos acionistas minoritários, como o *tag along* a 80% do preço da venda para os detentores de ações ordinárias, o direito de eleger um membro do conselho de administração para detentores de ações preferenciais representando 10% do capital da empresa, entre outros. Essa mesma reforma promoveu o fortalecimento da CVM, ao conferir-lhe autonomia administrativa e orçamentária e atribuir mandatos fixos a seus diretores. A lei também favoreceu o mercado, ao caracterizar como crimes a manipulação de mercado. Com isso a CVM aproveitou-se de aperfeiçoamentos muito

significativos nas regras sobre ofertas públicas de aquisição de ações, por exemplo.

3.1 O mercado de capitais

De acordo com Pinheiro (2005), pode-se definir mercado de capitais como sendo “um conjunto de instituições que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores”. Ou seja, o mercado de capitais representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas. Segundo Mishkin, (2000) O mercado de capitais é o mercado no qual, dívidas de longo prazo (vencimento de um ano ou mais) e títulos de propriedade, como ações, por exemplo, são negociados. Títulos de mercado monetário são em geral mais amplamente negociados do que títulos de longo prazo e, portanto tendem a ter maior liquidez.

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

O mercado de capitais é um instrumento essencial para o crescimento e desenvolvimento econômico. Como bem diz Pinheiro (2005) “os investimentos em economia podem ser considerados a mola propulsora do crescimento econômico. Para existência desses investimentos, é necessário que a poupança seja canalizada para esse fim. A eficiência na utilização da poupança é importante, pois determinará o custo dos investimentos.” Assim é evidente que para o crescimento econômico de um país o sistema financeiro deva ser

desenvolvido e conectado com a atividade econômica. Sendo assim, o mercado de capitais contribui para o desenvolvimento econômico, impulsionando o investimento de capitais e elevando a formação de poupança privada. Segundo o estudo realizado pela Tendências Consultoria Integrada(2002), existem três caminhos para associar poupança ao investimento:

- 1) Autofinanciamento, em que as empresas geram internamente seus próprios recursos;
- 2) Governo, quando financia certas atividades usando a arrecadação de tributos ou a imposição de mecanismos compulsórios de poupança; e
- 3) Financiamento por meio de mercados financeiros, em que constituem possibilidades importantes para realização de investimentos com riscos diluídos e representam uma das maiores fontes de desenvolvimento econômico.

3.2 A estrutura do mercado de capitais do Brasil

No Mercado de capitais existem dois tipos distintos de investidores, eles podem ser classificados em investidores individuais que são as pessoas físicas ou jurídicas que participam diretamente no mercado de capitais assumindo sozinho os riscos e os investidores institucionais, pessoas jurídicas que por determinações governamentais, são obrigadas a investir parte de seus capitais no mercado de ações, constituindo uma carteira de investimento, dividindo desta forma o risco com os demais investidores Pinheiro (2005).

Pinheiro (2005) define os investidores institucionais da seguinte forma:

- 1) Sociedades seguradoras;
- 2) Entidades de previdência privada;
- 3) Clubes de investimento;
- 4) Sociedades de capitalização;

5) Fundos externos de investimento;

6) Fundos mútuos de investimento.

Ambos os investidores são elegíveis a atuar tanto no mercado primário quanto no secundário, adiante será tratado da diferenciação sobre estes dois mercados.

Mercado primário

Pode-se afirmar que o mercado primário de ações é o responsável pelo encaixe de recursos da empresa, na constituição, ou aumento do capital, ou quando os lançamentos primários são negociados na bolsa de valores.

Segundo Pinheiro (2008) “o mercado primário de ações é onde se negocia a subscrição (venda) de novas ações ao público, ou seja, no qual a empresa obtém recursos para seus empreendimentos”.

Onde nesta etapa, ocorre a primeira negociação da ação e o dinheiro vai para empresa.

Mercado secundário

O mercado secundário é o mercado financeiro nos quais títulos de dívida ou ações que tenham sido previamente emitidos e, portanto, são de “segunda mão” podem ser revendidos. “O mercado secundário é aquele criado para permitir negociação contínua de títulos do passado, ou para operações de compra e venda posteriores à primeira colocação no mercado primário.” Mishkin (2000).

O mercado secundário é fundamental por dois motivos irrefutáveis, para o fomento do mercado de capitais que são: proporcionar liquidez aos títulos negociados no mercado primário, e a segunda, é de servir como um regulador do preço do título que a companhia emissora vende no mercado primário.

O novo mercado

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), governança corporativa é um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os acionistas e os cotistas, Conselho de Administração, Diretoria Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Podendo ser entendidas como um conjunto de regras que visam minimizar os problemas das empresas. Sendo, que as decisões tomadas pelos agentes principais beneficiam, ou, prejudicam os agentes podendo ter conflito de interesses.

Ainda, segundo Assaf Neto (2003), estas empresas se comprometem a apresentar “maior transparência e qualidade na divulgação de informações aos acionistas (disclosure), e concordância em submissão de divergências e conflitos à Câmara de Arbitragem da Bovespa”.

Com base nestas práticas verifica-se que o objetivo maior a ser alcançado seria o de ampliar os direitos dos acionistas, estes que com uma maior relevância na relação com os investidores, também viria a trazer a possibilidade de uma maior valorização dos ativos emitidos, ainda como diz Assaf Neto (2008), “Cria-se dessa forma a expectativa de que os investidores estejam dispostos a pagar mais pelas ações de empresas que incorporem tais práticas, demonstrando respeito aos direitos dos acionistas minoritários, maior transparência e integridade dos procedimentos de gestão, e nas prestações de contas de acordo com padrões internacionais.”

Assim sendo, serão listadas no Novo Mercado as empresas que venham a abrir capital, enquanto que nos níveis diferenciados, Nível 1 e Nível 2, são direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na Bovespa.

Devido às exigências selecionadas abaixo, as empresas começam a se organizar de uma forma que viabilize esta nova forma de captação de recursos, desta maneira, após muitos anos de “estagnação”, viu-se a possibilidade de

financiarem através de uma oferta pública de ações, possibilitando assim uma alavancagem satisfatória para os objetivos econômicos.

Vale destacar que estas exigências, junto de alterações na legislação e regulação que ocorreram ao longo dos anos foram fundamentais para que o Brasil avançasse e continuasse avançando em um processo de desenvolvimento, com aumento das empresas listadas em bolsa, vale notar que muitos avanços e mudanças deverão ser tomados para que o mercado de capitais seja propício para investimento em infraestrutura contribuindo para maior transparência e conseqüentemente maior volume de negócios, tanto operacional, quanto financeiro.

Os níveis 1 e 2 de governança corporativa foram implementados com o intuito de desenvolver e estimular práticas diferenciada no ambiente de negócio, em que atraísse investidores e maximizasse a agregação de valor das companhias. Estes níveis de mercado diferenciado juntamente com o novo mercado foram introduzidos ao mercado de capitais pela bolsa de valores de São Paulo em dezembro de 2000, e desde sua criação vem apresentando um desenvolvimento acirrado, ao qual têm contribuído com o desenvolvimento econômico e social do país.

4 História da Evolução da infraestrutura no Brasil

No início do século XX, os principais setores de infraestrutura eram operados por empresas privadas, sob concessões outorgadas pelo setor público. As diversas turbulências econômicas do período, em um ambiente regulatório deficiente, acarretaram lenta expansão e deterioração dos serviços, alimentando críticas à provisão privada dos serviços e bens relacionados ao setor de infraestrutura. Na primeira metade do século, progressivamente, o Estado passou a comandar as empresas do setor.

O avanço da industrialização, a urbanização e o crescimento populacional nas décadas de 1930 e 1940 engendraram a necessidade de pesados investimentos em infraestrutura, ampliando o porte dos projetos. O sistema financeiro pouco desenvolvido e o desinteresse do capital externo, em parte explicado pelas defasagens das tarifas controladas, naturalmente, impuseram maior participação ao setor público.

A Segunda Guerra Mundial acentuou a tendência de maior intervenção estatal na economia. Além da maior centralização e do planejamento das atividades pelo governo, a dificuldade de atrair capitais externos, parcela considerável dos quais estava empregada nos esforços de reconstrução da Europa, incentivou o Estado a intervir diretamente em diversos setores da infraestrutura. Os gastos primários do governo atingiram o patamar de 15,5% do PIB entre 1939 e 1945, bem acima daquele observado na década de 1920, da ordem de 11,8%.

No período compreendido entre o pós-guerra e meados da década de 1990, pode-se, em nível agregado, conforme apontado em Ferreira e Malliagos (1998), dividir essa evolução em duas fases: 1945-1979 e 1980-1995. A primeira foi marcada por forte expansão do investimento na infraestrutura, ampliando a oferta e a qualidade dos serviços, enquanto, na segunda fase, a crise das finanças públicas comprometeu a capacidade de investimento das estatais, tanto na expansão quanto na manutenção do capital de infraestrutura.

Essa situação materializou-se na baixa qualidade e nos gargalos observados na década de 1990. Em comum às duas etapas, a baixa participação privada e as fontes de financiamento: fundos específicos, BNDE.

O segundo governo de Getúlio Vargas, iniciado em 1951, marcou a inflexão na forma de intervenção estatal, ao criar instituições de financiamento (BNDE) que a partir de 1988 foi denominado Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que ao buscar a articulação entre os capitais públicos e privados. Esse modelo mantém as empresas estatais como responsáveis pelas ações nas indústrias de base, de infraestrutura e de bens de capital. O capital privado atuaria de forma complementar, solidária, aproveitando as oportunidades oriundas dos projetos públicos.

A fim de viabilizar a operação das empresas privadas, as empresas estatais proveriam os insumos básicos em bases competitivas, inclusive concedendo subsídios, quando necessário.

O Plano de Metas, apresentado e executado durante o governo de Juscelino Kubitschek, consolidou um conjunto de investimentos elaborados pelo Conselho de Desenvolvimento, órgão ligado à Presidência da República, aprofundando o modelo de desenvolvimento iniciado na década de 1950. Entre as áreas prioritárias, estavam energia e transporte, que consumiram mais de 70% dos recursos despendidos na consecução do plano.

A despeito da enorme instabilidade política da década de 1960, pouco mudou no setor de infraestrutura. Alguns subsídios foram eliminados, não sendo proposta nenhuma medida estrutural para reorganizar o setor. A fim de conferir maior racionalidade e obter maior controle, diversas holdings setoriais foram constituídas, consolidando diversas empresas estatais.

Em 1967, no governo Costa e Silva, Delfim Netto assumiu a pasta da Fazenda em meio à forte crise resultante da tentativa de estabilização empreendida no triênio anterior, quando se adotaram políticas fiscal e monetária mais restritiva. O Ministério da Fazenda estimulava os investimentos, apostando no maior ativismo das empresas estatais como um dos fatores indutores da retomada do crescimento da economia brasileira no fim da década, iniciando um período conhecido na literatura como Milagre Brasileiro, por causa das elevadas taxas de expansão do PIB. Além das melhores condições financeiras decorrentes

da elevação de tarifas promovida anteriormente, que aumentou a capacidade de autofinanciamento, as estatais ampliaram o endividamento externo. Elas se beneficiaram da Resolução 63 do Banco Central, publicada em 1967, que concedia aos setores bancários e não bancários a permissão para a captação de recursos no exterior. Em um momento de afirmação do regime militar, instaurado no Brasil após o Golpe de 1964, o governo realizou diversas obras nas áreas de transportes e de energia, com destaque para a Rodovia Transamazônica (BR-230) e a Ponte Rio-Niterói.

O II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), executado a partir de meados da década de 1970, foi um ambicioso processo de substituição de importações, no qual as estatais desempenharam papel fundamental nos setores de infraestrutura e insumos básicos.

O financiamento da expansão das empresas estatais foi realizado via captação de recursos no exterior a juros flutuantes, padrão de financiamento viabilizado pela alta liquidez nos mercados internacionais de capitais, na esteira do primeiro choque do petróleo. A política de combate à inflação adotada a partir de meados da década de 1970 reduziu a capacidade de autofinanciamento das estatais, ampliando bastante o endividamento externo.

Em 1979, o setor produtivo estatal era responsável por 78% da dívida externa do setor público, quase metade do passivo bruto externo do país, segundo Baer (1993). Cruz (1995) critica esse padrão de financiamento, que na sua visão atendeu a interesses macroeconômicos e desconsiderou as particularidades microeconômicas. As estatais desempenhavam papel de provimento ao mercado interno, em boa parte, bens não comercializáveis de infraestrutura. O endividamento externo a taxas flutuantes deixou a estrutura financeira dessas empresas completamente vulnerável a choques externos.

A inflexão da política monetária norte-americana no fim da década de 1970, com forte elevação dos juros, teve efeitos dramáticos sobre as economias latino-americanas, marcando o início da segunda fase da evolução da infraestrutura no pós-guerra, caracterizada pela queda nos investimentos, o que afetou a expansão e a qualidade dos serviços.

A estratégia adotada pelo governo brasileiro concentrou-se no ajuste do setor externo e acentuou a crítica situação fiscal e financeira do setor público, especialmente das empresas públicas.

De acordo com Cruz (1995) apesar de financeiramente vulnerável até aquele momento, o sistema produtivo estatal tinha razoáveis condições operacionais, e o endividamento correspondia à expansão dos seus serviços. A política de ajuste das contas externas consistiu em contenção da demanda, concessão de subsídios aos exportadores e desvalorizações cambiais, impactando diretamente o passivo das empresas estatais.

Afetadas pela retração da demanda, as receitas das estatais sofreram com a concessão de benefícios, especialmente nos setores de energia e insumos básicos. A necessidade de atrair divisas levou o governo a limitar o crédito interno às estatais e forçá-las a captar externamente os recursos, o que era feito em condições cada vez mais desfavoráveis. Para piorar, as tentativas de combater a inflação levaram o governo a conter o aumento das tarifas. Logo, diversos fatores contribuíram para a deterioração das suas condições financeiras. O comprometimento era de tal ordem, que boa parte dos recursos captados destinava-se à rolagem de serviços financeiros. Nenhum arranjo para melhorar as condições patrimoniais e financeiras das empresas públicas foi realizado.

As consequências desse cenário estão refletidas nas taxas de investimento e de pagamento de juros do setor produtivo estatal.

Segundo dados de Cruz (1995, P.36), “adotando o índice 100 para o investimento no ano de 1980, ele estaria em 60,7 em 1985. A trajetória do pagamento de serviços financeiros foi contrária. Passou de 100, em 1980, para 288, em 1985.” E as condições financeiras das empresas estatais continuaram se deteriorando ao longo da segunda metade da década de 1980. Além dos fatores já mencionados, a extinção de fundos setoriais voltados ao investimento de infraestrutura após a outorga da Constituição de 1988 acentuou as dificuldades.

Na década de 1990, o padrão de organização do setor de infraestrutura no Brasil era resultado do modelo criado durante o segundo governo Vargas. E, na ausência de ações estruturais, as dificuldades enfrentadas nos anos 1980 foram acentuadas por Pêgo Filho, Cândido Júnior e Pereira (1999) que mostram dados de investimentos estatais sobre o investimento em infraestrutura entre

1990 e 1998, excluindo os setores de gás natural, hidrovias e aeroportos. A participação desses investimentos no PIB caiu de 3%, em 1990, para 1,1%, em 1998, apesar de elevações significativas, nessa década, nos setores de petróleo e telecomunicações. Os setores que mais sofreram com os baixos investimentos foram energia elétrica e transportes, o que contribuiu para o crescimento dos gargalos na infraestrutura. A menor expansão da oferta foi acompanhada pela deterioração da qualidade dos serviços prestados.

A remoção de entraves à estabilização de preços e à retomada do crescimento demandava modificações estruturais na economia e norteou as medidas de política econômica elaboradas no período.

A profundidade das mudanças promoveu a emergência de um novo modelo de desenvolvimento fundado em bases distintas. Nesta época em destaque, havia pouca competição na economia brasileira, que, além de fechada, contava com um setor público hipertrofiado. Este adequado para a promoção do processo de substituição de importações, ele esgotou-se na década de 1980, sendo o principal responsável pelo baixo dinamismo da economia brasileira decorrente de ineficiência e diversificação excessiva da estrutura produtiva.

A partir desse diagnóstico, um novo modelo foi posto em prática. Baseado na abertura comercial e financeira da economia, a superação de restrições externas e o aumento de produtividade eram esperados, com consequentes aumentos de salários reais, engendrando um ciclo virtuoso de crescimento. A maior abertura acarretaria a eliminação dos setores mais ineficientes, nos quais o país não detinha vantagens. A eficiência, e fator-chave para o sucesso do novo modelo, pressupunha, além da maior especialização produtiva, o aumento da participação privada, visto que esses agentes fariam melhor alocação dos recursos.

Nesse contexto, o setor de infraestrutura também sofreu transformações estruturais, que caracterizaram uma reforma do setor. Ela procurava ampliar a eficiência das empresas do setor, por meio da competição e da operação privada dos ativos. O poder público ficaria responsável pela regulação das atividades.

No governo Fernando Henrique Cardoso, o Plano Nacional de Desestatização (PND) foi ampliado com a inclusão da Companhia Vale do Rio Doce, concessões de serviços públicos à iniciativa privada e apoio às

privatizações estaduais. O governo criou um ambiente institucional para estimular os investimentos privados.

A Lei de Concessões 9.879/95, marco fundamental para a privatização do setor, regulamenta o artigo 175 da Constituição Federal, autorizando concessionárias privadas a operar serviços públicos.

Complementarmente, medidas para possibilitar a participação de empresas internacionais foram tomadas. Além do capital, os grupos estrangeiros eram desejados em determinados segmentos por deterem a expertise e a tecnologia para assegurar a operação eficiente dos serviços, em padrão de qualidade similar ao observado nos países de origem.

No Brasil, a reforma da infraestrutura foi realizada em um contexto favorável de estabilidade monetária e excessiva liquidez nos mercados internacionais, o que incentivou a participação de investidores externos. A Emenda Constitucional 6, de 1995, que extingue a discriminação a empresa controlada por capital estrangeiro, é exemplo de incentivo concedido ao capital estrangeiro. As privatizações de empresas do setor de infraestrutura ultrapassaram a cifra de US\$ 163 bilhões, com o Brasil respondendo por 42% desse total.

Mesmo após a reforma, a participação do setor público na provisão de infraestrutura continuou elevada no setor. Ao término do mandato de Fernando Henrique, em 2002, alguns segmentos – como saneamento básico – careciam de marcos regulatório, enquanto outros, notadamente o segmento elétrico, demandavam intervenções para assegurar sucesso à reforma. Mas, apesar da manutenção do controle de certos ativos, a natureza da intervenção estatal no setor de infraestrutura sofreu uma transformação significativa. Antes, órgãos setoriais eram responsáveis pelo planejamento e pelo emprego dos recursos nos segmentos. O que aconteceu foi que na grande maioria dos casos, a privatização não transferiu ativos do setor público para a iniciativa privada, apenas concedeu direitos de uso por prazo determinado. Depois da reforma, o BNDES (por meio de financiamento ou do mercado de capitais) e a atuação das agências emergiram como instrumentos preferenciais de participação estatal no setor. No caso das agências, a fixação de tarifas afeta a rentabilidade das firmas e, conseqüentemente, a atratividade do segmento aos investidores, constituindo o

principal instrumento de atuação. A fim de aumentar a atratividade dos leilões de concessão, as tarifas sofreram fortes aumentos durante a reforma. No período subsequente, os altos valores provocaram insatisfação e motivaram a revisão de valores cobrados em determinados setores, como concessões rodoviárias e telecomunicações.

No governo de Luiz Inácio Lula da Silva, iniciado em 2003, houve uma reorientação estratégica em direção à maior atuação do setor público na infraestrutura, diretamente, por meio de investimentos e financiamentos, ou indiretamente, por meio de planejamento.

Pragmática, em diversas ocasiões, essa maior participação envolve o estabelecimento de parcerias com o setor privado. O Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e a criação da Empresa de Pesquisa Energética (EPE) ilustram essa tendência. As mudanças demandam modificações no marco regulatório, que foram ou estão em processo de redefinição.

5 Lições de experiência internacional: O caso do México

“A história mundial nos mostra que há uma forte correlação entre crescimento econômico e desenvolvimento do mercado de capitais”

(NÓBREGA, M. *et al*,2000, p.36), mas há divergências quanto ao surgimento de um sistema financeiro que propicie as condições necessárias para o surgimento de novas empresas em contrapartida o fortalecimento e crescimento das empresas existentes.

Na literatura mundial sobre o assunto têm-se duas vertentes, em que constam vantagens e desvantagens de um sistema financeiro baseado em bancos, que com exemplos de países com sistema financeiro baseado em bancos: Alemanha e Japão (Demirgüç-Kunt e Levine 2001, p.4-13).

Outra vertente, a que aponta as desvantagens do sistema bancário, propõe um sistema financeiro baseado no mercado de capitais há exemplos de país como Estados Unidos e Inglaterra.

Os defensores da abordagem bancária destacam o papel dos bancos em captação de recursos dos públicos, gerencia dos riscos, monitoramento das empresas, escolhas de bons projetos, aspectos de suas importâncias em países não desenvolvidos como: sistema jurídico e contabilidade não suficientemente elaborada. Esta baseia-se de argumentos que em um mercado de capitais líquido demais os investidores podem mudar seus investimentos com baixos custos, o que dificulta a vigilância sobre as gestões das empresas.

Os defensores da outra visão apontam que os bancos ao terem informações importantes sobre as empresas, obtém parte dos lucros destas desestimulando-os a execução de projetos mais rentáveis. Além do mais, banqueiros e administradores das empresas financiadoras podem unir-se para impedir o aparecimento de novas empresas que competirão no mercado.

Para uma terceira linha de pensamentos os “legalistas”, o marco regulatório não só é fundamental para a eficiência do mercado financeiro e a obtenção do crescimento econômico, como o debate entre visão bancária e a do mercado de capitais é irrelevante. O que importa para estes é que todo e qualquer investimento seja protegido (acionistas minoritários e credores) para que o mercado se desenvolva em qualquer utem financeiras (La Porta. *et al*, 1998 p. 200-235).

Feitas essas considerações iniciais, o capítulo manterá a atenção aos aspectos institucionais que permitiram o desenvolvimento do mercado de capitais no país selecionando: México.

O interesse é em observar instrumentos financeiros que favorecem o financiamento de longo prazo e o desenvolvimento do mercado de capitais. Será examinado inicialmente a demanda e a oferta de recursos de longo prazo, bem como a relação dos indivíduos, investimentos e beneficiários de fundos de pensão seguradora, investidores instituições, como gestores da poupança contratual (fundo de pensão, companhias seguradores e fundos mútuos) e o mercado de capitais (bolsa de valores, rendas fixas soberam e corporativa).

É notória a diferença entre fundos mútuos abertos e poupança contratual (fundo de pensão e seguradora) em que fundos mútuos têm passível sem prazo relativamente curto, e, as instituições de poupança contratual tem passivar de longo prazo e não estão sujeitos a comidas em seus ativos mantendo desde forma, vantagens comparativas para o financiamento de projetos de longa duração. De acordo com (CATALAN . *et al*, 2000) uma determinada quantidade de poupança contratual pode estimular o desenvolvimento financeiro por um efeito de liquidez. Os recursos investidos pelos indivíduos são ilíquidos, de maneira que seus recursos só poderão ser sacados no momento de sua morte ou aposentadoria.

O desenvolvimento do mercado de capitais no país México tem alguns aspectos que podem servir de exemplos para o brasil.

País geograficamente mais próximo, além de ser exemplo como o Brasil de vencer a inflação, passou por várias crises bancárias e recentemente tem suas classificações de risco moderada. Estas similaridades em parâmetros financeiros permite uma visualização comparativa das melhorias feitas no

sistema financeiro, sendo o México um dos poucos países de América latina que conseguiu desenvolver um mercado de títulos governamentais pré-fixados e de longo prazo.

5.1 Breve panorama da poupança contratual mundial

Os ativos das instituições de poupança contratual segundo: (IBMEC, 2014) tem crescido mais rápido que o PIB tanto em países, desenvolvidos quanto em desenvolvimento tendo que vários países tem incentivado a formação de poupança voluntária de longo prazo, fundos de pensão e companhia seguradoras.

(IMPÁVIDO.*et al*,2003) mostram evidências empíricas de que a institucionalização da poupança contratual leva ao maior desenvolvimento dos mercados de renda variável e fixo; O desenvolvimento da poupança contratual está associado não só ao aumento da capacitação do mercado de ações e relação ao PIB dos países que estruturalmente mais se utilizam do mercado de ações para o financiamento as empresas, como também ao aumento da capitalização do mercado de renda fixa em relação ao PIB dos países em que o sistema financeiro é predominantemente bancário; III) Os mercado de renda fixa se aprofundam mais em países em que, a transparência e os padrões de contabilidade são mais desenvolvidos.

A poupança contratual pode ser importante para o desenvolvimento econômico, pois desafoga a previdência pública de maneira que nos países da organização para cooperação e desenvolvimento econômico (OECA) O envelhecimento populacional tendência acompanhada por países desenvolvidos e em desenvolvimento pressionam a previdência privada de maneira que trabalhadores pagam a aposentadoria de seus pais “Pay as you go sistem” (PAYG). Assim como países como Estados unidos e Canadá concedem benéficos fiscais, estes optam inda pelo investimento institucional.

Na América do sul e especificamente no Chile foi o primeiro à substituir seu sistema previdencial baseado na repartição, por um sistema baseado na capitalização individual.

5.2 A evolução do mercado de capitais mundial

A tabela 1 mostra o rendimento de renda variável e fixa com relação a emissões domésticas e intencional sendo os países analisados os emergentes e o G-4 o onde estão os quatro maiores econômicos do mundo.

Tabela 1 - Mercado internacional primário privado de renda fixa e renda variável

Emissão Primária	USD Bilhões		Em % do PIB	
	1980-1985	1992-1997	1980-1985	1992-1997
Renda Variável – Doméstica				
Países Emergentes	10,37	171,65	0,33	1,33
G- 4	278,69	857,66	0,70	1,00
Renda variável – Internacional				
Países Emergentes	0,00	43,43	0,00	0,22
G- 4	3,59	111,28	0,03	0,21
Renda fixa – Doméstica				
Países Emergentes	9,12	148,75	0,14	0,86
G- 4	1.308,26	7.722,90	4,84	7,88
Renda fixa – Internacional				
Países Emergentes	1,36	88,63	0,01	0,31
G- 4	108,72	947,22	0,30	1,49

Fonte: Domowitz e outros(2001: 268-269). Elaboração própria.

Nos países emergentes, tanto o mercado de renda variável quanto fixo eram, ínfimos, desprezáveis nos anos de 1980, tendo crescido mais rápido que o PIB no período observado, mas ainda são pequenos em relação as emissões pelos países do G4.

A diferença mais marcante entre estes grupos observados é na renda variável.

Vale observar que os mercado domésticos de renda fixa dos países emergentes, dado o crescimento rápido nos últimos anos, permaneceu dominado

pelo setor público e continuaram muito inferiores a países desenvolvidos. A tabela 2 indica a diferença em termos do valor em porcentagem do PIB de todos os países, países desenvolvidos, países emergentes e América latina. Sendo que algo que chama atenção é o somatório comparativo na América latina que não ultrapassa 1,8% do PIB.

Tabela 2 - Valor do estoque de títulos de renda fixa - % do PIB

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Todos os países							
Total	94,6	96,6	96,5	106,4	108,8	106,0	108,9
Setor Público	60,2	61,2	60,5	65,4	66,8	64,1	65,9
Setor Financeiro	24,2	24,9	25,2	28,4	28,3	27,8	28,2
Empresas	10,3	10,6	10,8	12,7	13,7	14,0	14,7
Países desenvolvidos							
Total	104,8	108,1	109,0	118,9	120,6	118,4	121,5
Setor Público	66,7	68,3	67,9	72,8	73,7	71,1	73,0
Setor Financeiro	26,8	28,0	28,8	32,0	31,7	31,5	32,0
Empresas	11,3	11,8	12,3	14,1	15,1	15,8	16,4
Países emergentes							
Total	25,3	26,8	24,2	32,1	33,5	33,2	35,6
Setor Público	14,7	16,3	15,9	20,0	21,8	22,0	23,7
Setor Financeiro	7,3	7,0	5,8	8,0	7,0	6,5	6,9
Empresas	3,2	3,2	2,6	4,1	4,7	4,7	5,0
América Latina							
Total	23,4	26,4	28,8	31,8	31,3	29,6	32,3
Setor Público	15,8	19,3	21,7	23	24,6	23,8	26,2
Setor Financeiro	7,1	6,5	6,0	7,7	5,4	4,4	4,5
Empresas	0,5	0,6	1,0	1,1	1,3	1,4	1,5

Fonte: Háüisler e outros (2003:24). Elaboração própria.

O que se pode notar é que na América latina o setor público é muito dominante perante os títulos comentáveis e que pode ser um empecilho de maneira que países com dívida pública elevada, onde venha necessitar o governo de financiamento pode atrapalhar o desenvolvimento de bônus corporativos.

Existem varias razões para se ter um mercado de títulos de renda fixa desenvolvido, I) Permite uma curva de juros a termo, onde pode refletir o custo de oportunidades do dinheiro, de acordo com varias maturidades. Não existindo esta curva dificuldade os investimentos de longo prazo e cria um viés contrario a instrumentos de poupança de longo prazo.

Onde o contrato por empresas por empréstimos de curto prazo para projetos de longa maturidade, havendo um grande risco de refinanciamento, causando assim um descasamento entre o ativo e o passivo destas empresas.

Outro fator que deve ser destacado que segundo (NOVAES, 2007) o desenvolvimento do mercado de renda fixa com o mínimo de risco da concentração do financiamento do setor produtivo nos bancos, fator que certamente acentuou a crise da Ásia em 1997. O instrumento de renda fixa pode ser fator fundamental na condução da política macroeconômica.

Analisaremos agora o caso do México como lição internacional para o brasil.

5.3 O caso do México

Nas ultimas duas décadas e meia o sistema financeiro mexicano deixou de ser predominantemente bancário e abriu espaço para o mercado de capitais.

Segundo (copelman, 2000) a razão entre os ativos bancários e a capitalização da bolsa passou de 9,0 no inicio dos anos 1980 para 0,4 em 1997.

O desenvolvimento do mercado financeiro mexicano devido as reformas feitas nos últimos anos permitiu que o pais desenvolvesse um mercado de bônus soberano de longo prazo, apesar de sua importância ainda ser secundária.

A evolução do sistema a financeiro mexicano começou após a crise da dívida externa mexicana de 1982, onde 58 dos sessenta bancos foram nacionalizados, dos quais 18 permaneceram abertos em 1990 (copelman, 2000).

O governo precisou fazer retração financeira e forçou os bancos a manter uma parte de seus ativos em papeis de tesouro. Em 1986 mais de 70% do

crédito bancários foi destinado ao governo, e, nos anos seguinte, mais de 90% do crédito concedido pelo banco de desenvolvimento do México foi destinado a grandes empresas estatais, onde atualmente o BNDES faz isso no Brasil.

No final dos anos 80, o controle sobre o mercado financeiro começou a ser diminuído, com a eliminação de alguns mecanismos usados pelo governo.

Em 1994 foi permitida a entrada de bancos estrangeiros de maneira que foram unificadas as atividades bancárias mexicanas por intermédio de bancos universais.

Mesmo com a crise de 93 a liberação do sistema financeiro não foi interrompida, onde levou a desvalorização do peso. Grandes perdas ocorreram e ação do governo foi intervenção em vários bancos, o que custou 20% do PIB, com uma diminuição do crédito privado decrescido 35% nos quatro anos seguintes. Após a liberação dos bancos, não só o crédito bancário passou para 45% do PIB em 1994 como o mercado de capitais iniciou um ciclo de crescimento acelerado, brevemente interrompido com a crise, posteriormente retomado no fim dos anos 1990.

5.3.1 O mercado de renda fixa mexicano

O início do mercado de títulos públicos mexicano foi dado em 1978 por primeira emissão de papéis pré-fixados em pesos os (cetes).

Nos anos subsequentes foram caracterizados, pela ausência de um mercado secundário e pequenas transações com a determinação da taxa de juros pelo governo. De acordo com (SIDAQUI, 2002) a partir de 1982, o mercado secundário começou a se desenvolver, após o governo permitir que os bancos e corretoras participassem dos leilões dos cetes, passando o banco central mexicano (BCM) a utilizar na condução da política monetária os títulos emitidos pelos tesouros, e não os seus próprios títulos.

O BMC valendo-se da experiência internacional se esforçou para desenvolver o mercado de títulos governamentais, essenciais para se estabelecer uma curva de juros que seja usada pelo setor privado.

Com relação a composição e maturidade dos títulos públicos, eles variaram ao longo do tempo devido alguns episódios de instabilidade financeira; causado pela inflação e desvalorização do peso. Sem esta instabilidade no ambiente macroeconômico, as emissões da dívida doméstica eram feitas em papéis de custo prazo em cupom, papéis indexados a taxa de juros e inflação ou ao preço do petróleo, até 1994, papéis indexados a variação do dólar. Além desses papéis parte da composição das reservas compulsórias eram compostas com a emissão de bônus de longo prazo vendido aos bancos.

Um melhor controle fiscal e monetário observado a partir de 1998 permitiu que o México atingisse a estabilidade financeira e propiciou um crescimento superior a 5% até 2000 com redução de déficit público considerável, e queda de inflação para 4% em 2003.

De fato, o percentual da dívida externa em relação à dívida total caiu de 80% em 1995 para 50% do PIB em 2002 (Ministério das finanças do México 2003:7).

O prazo da dívida mudou radicalmente, onde 50% da dívida doméstica venceu em menos de um ano em 1998, no início de 2003, 20% da dívida vencida em 109 dias.

Essa estabilidade permitiu que o governo desenvolvesse o mercado de papéis pré-fixados de cinco a dez anos.

A tabela 3 mostra o rápido crescimento dos papéis pré-fixados na composição da dívida pública do México.

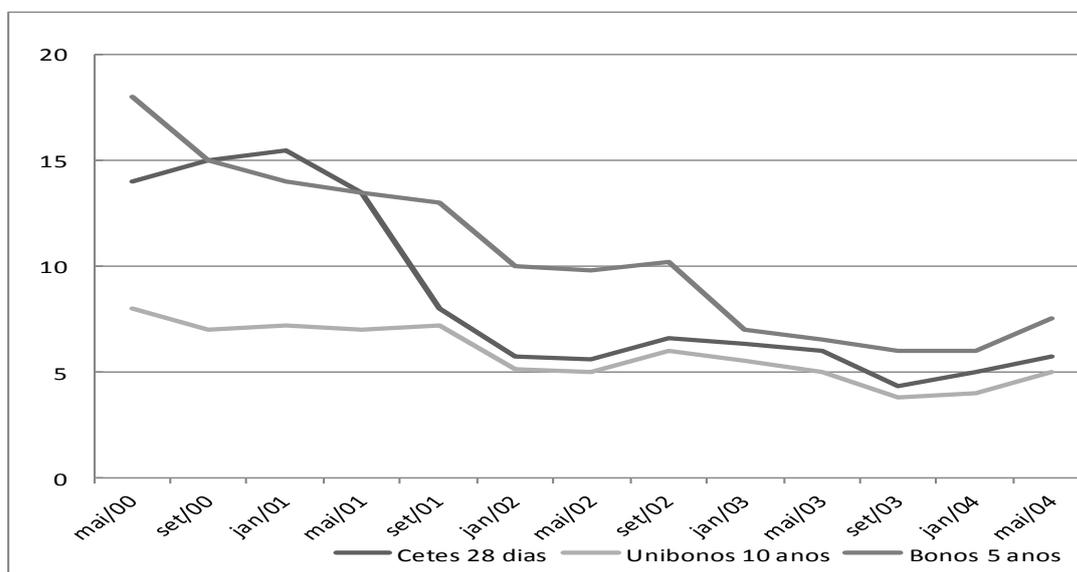
Tabela 3 - Composição da dívida pública interna do Tesouro Mexicano, 1999-

Título	Cupom	Maturidade	1999	2000	2001	Jul/04
Cetes	Zero	Menos de 1 ano	24,6%	25,4%	26,8%	24,0%
Bondes	Pós-fixado	3 a 5 anos	61,1%	58,0%	46,3%	31,1%
Udibonos*	Fixo	5 a 10 anos	14,2%	11,9%	12,1%	7,3%
Bonos	Fixo	3, 5 e 10 anos	0,0%	4,7%	14,7%	37,6%
Total em US\$ bilhões			57,8	74,7	81,6	94,0

Além de conseguir mudar o perfil da dívida que era pós-fixados para uma estrutura pré-fixada com duração maior (duration). Merece atenção os BONOS com duração de 3,5 e 10 anos que aumentou sua participação na composição da dívidas publicas interna do tesouro, e os bondes que diminuiriam gradualmente sua participação.

A figura 1 mostra a diminuição ao longo de quatro anos da taxa de juros em porcentagem, redução esta alcançada com a maior credibilidade que permitiu a emissão de papéis pré-fixados.

Figura 1- Taxa de juros dos títulos do governo, maio de 2000 a julho de 2004



Fonte: Banco Central do México

Onde se destaca os Unibonos com vencimento em 10 anos com maior regularidade e com taxa de juros com patamares mais baixos, o que implica que estes títulos são mais confiáveis e valorosas, dado o prêmio ser baixo. O mercado primário mexicano, financiado de maneira, que o banco central promove leilões semanais em nome do tesouro e se compromete a anunciar a cada trimestre, os elementos básicos na gestão da sua dívida doméstica. O calendário é bem detalhado contabilizando até as quantidades máximas e mínimas de cada trimestre. O tesouro tem procurado estabelecer uma curva de juros a termo, a fim de proporcionar liquidez para determinados títulos.

Em 2000 o (BCM) introduzia no mercado os Primary Dealers para proporcionar maior liquidez no mercado secundário. Estes negociantes primários

devem manter continuamente opções de compra e venda no mercado de papéis públicos, em troca de alguns privilégios, como comprar mais papéis pelo preço de leilão após o término aumentado assim à liquidez dos CETES e dos BONOS.

O governo constantemente vem procurando aumentar a transparência na formação de preço para que o mercado secundário se desenvolva, e com isso a bolsa de valores públicos. Diariamente o preço dos títulos de venda fixa são negociados. Os reguladores agem de forma a eliminar o incentivo para a manutenção das carteiras com preços artificiais.

Para que a fiscalização do mercado seja feita por terceiros e não pelo próprio gestor de forma a ter a lisura do mercado. O (BCM), a comissão bancária e o setor financeiro criaram instituições privadas que fornecem estes serviços onde o valor destes é obtido dos participantes do mercado. Os bancos, comentados e investidores institucionais são obrigados a obter serviços de uma dessas instituições, ficando a cargo a fiscalização das informações prestadas e feita pelo (BCM).

A lei do mercado de valores aprovada em 2001 deu uma nova diminuição ao mercado de renda fixa com a criação dos “certificados Bursálicos”, negociados na bolsa do México. Podendo ser público ou privado, distinguindo-se em função do nível de informação segundo (RINER, 2004) no fim de 2001, o estoque de certificados Bursálicos era de US\$ 7,5 bilhões; em dezembro de 2003, US\$ 8,6 bilhões, e em abril de 2004, US\$ 9,6 bilhões.

Em 2002 o lançamento pelo governo mexicano do programa nacional de financiamentos para o desenvolvimento (PRONAFIDE) para o período de 2002-2008, que de acordo com (NOVAES, 2007 p.94) têm os seguintes objetivos:

- a) Promover a poupança doméstica com ênfase nas poupanças popular e de longo prazo; b) acelerar a modernização do sistema financeiro e facilitar a reativação do crédito;
- b) Ampliar os mercados de renda fixa e variável;
- c) Modernização e consolidar o sistema de previdência social

Almejando estes objetivos, o governo apresentou ao congresso uma série de novas leis e emendas a legislação existente; como: a lei das instituições de crédito, a lei dos grupos financeiros, a lei do mercado de valores, a lei a

comissão nacional bancária e de valores mobiliários, a lei da sociedade hipotecária nacional, a lei sobre os fundos míticos e de investimentos, a lei do sistema de pensão, a leis para regular as sociedades de informação de crédito e a lei de falência. Sem aprofundar muito no mérito de cada lei, pois não é esse o objetivo do trabalho, estas leis beneficiaram tanto os credores quanto os acionistas minoritários.

5.3.2 A reforma dos fundos de pensão do México

A reformulação do sistema de pensões do México, foi uma das mudanças mais importantes do México nos últimos anos, onde estimulou tanto a poupança de longo prazo quanto a inclusão dos trabalhadores no mercado formal de trabalho.

Segundo (NOVAIS, 2007) a reforma foi realizada em dois passos: o primeiro foi à aprovação da lei de seguro social, em dezembro de 1995, e o segundo, a aprovação da lei do sistema de poupança para a aposentadoria, em maio de 1996.

“O novo sistema começou a funcionar em julho de 1997, com um sistema de capitalização de contas individuais, contribuições definidas e uma pensão mínima outorgando pelo estado”. (AIOS 2003; 210-38).

O novo sistema é obrigatório para os trabalhadores do setor privado afiliados ao instituto mexicano de seguridade social (IMSS) e opcional aos demais trabalhadores do país. A administração destes recursos está a cargo de empresas privadas, as AFORES que têm como objetivo exclusivo de administração, de sociedades especializadas em SISFORES. Sem contar que a situação da aposentadoria não foi alterada, e os novos funcionários são incorporados a este sistema.

Assim, o sistema dará ao trabalhador a opção de escolha com relação à pensão que mais lhe convém. Quando este escolhe o sistema antigo, o estado lhe paga o benefício e a contribuição do trabalho em sua conta individual que é transferindo para o governo federal.

No novo sistema, o percentual de contribuição obrigatório é de 16,5% a 21,0% de acordo com a renda do trabalhador e a atividade de risco. Deste percentual 5% são destinados à conta moralista para financiamento do setor habitacional. Além do mais, o trabalhador pode fazer aportes adicionais em uma conta voluntária.

Quando este trabalhador se aposenta, o saldo da conta voluntária pode ser sacado de uma única vez, ou ser transformado em renda vitalícia, complementando a aposentadoria. Em termos tributários os aportes obrigatórios feitos pela empresa, e são dedutíveis do imposto de renda.

Os recursos dos fundos de pensão têm algumas regras que visão dar segurança aos trabalhadores, onde só pode ser investidos em instrumentos ofertados publicamente, por meio de colocações primária ou secundárias em mercados organizados. Os títulos de renda fixa que não sejam de tesouro nacional devem ter ao menos duas classificações de risco feito por empresas de prestígio internacional, sendo a classificação mínima aceitável. BBB, em escala global. “O risco máximo admitido é um valor de risco (Var) de 0,60%”(NOVAIS, 2000 p.97).

Tabela 4- Mostra a evolução do novo sistema de fundo de pensão do México e como seus recursos estão alocados.

	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Dez/00	Dez/01	Dez/02	Dez/03	Jun/04
Total de ativos em Pesos milhões	6.294	57.594	108.528	164.166	248.558	325.008	403.127	436.163
Certificados bancários em % do total de ativos	0,0%	0,1%	0,0%	1,7%	1,7%	1,5%	2,4%	2,1%
Títulos do governo em % total de ativos	97,3%	95,1%	97,4%	92,2%	89,7%	85,3%	82,0%	82,1%
CETES - % do total de títulos do governo	38,8%	22,8%	10,0%	4,6%	4,7%	4,6%	3,5%	6,5%
BONDES - % do total de títulos do governo	33,5%	64,6%	74,9%	68,8%	63,3%	62,5%	66,2%	64,6%
UDIBONOS - % do total de títulos do governo	24,6%	12,2%	15,1%	17,3%	10,3%	11,2%	8,2%	7,8%
Outros em % do total de títulos do governo	3,1%	0,3%	0,0%	9,3%	21,6%	21,7%	22,2%	21,0%
Títulos privados em % do total de ativos	0,9%	3,0%	2,5%	5,7%	8,4%	12,9%	15,2%	15,0%
Outros em % do total de ativos	1,8%	1,9%	0,0%	0,4%	0,2%	0,2%	0,4%	0,8%
% do total de ativos em relação ao PIB	0,2%	1,5%	2,4%	3,0%	4,3%	5,3%	n.a.	n.a.

Fonte: Banco Central do México. Elaboração Própria

Infelizmente os dados não estão abertos entre ações e títulos privados de renda fixa, mas nota-se facilmente que há uma diminuição brusca de porcentagem do total de títulos do governo - CETES títulos de curto prazo e, além disso, um aumento constante de “outros” que são títulos pré-fixados e com prazo maior de maturação. Com relação aos valores dos ativos totais excluem as contribuições para a conta moradia, que em junho de 2004 totalizavam US\$ 27

bilhões, e que em 2002 os recursos da conta moradia correspondiam a 4,1% do PIB. Onde a taxa de câmbio: 1 US\$ = 10,44 pesos em dezembro de 2003; 1 US\$ = 11,24 pesos em dezembro de 2002.

Apesar de a predominância ser dos bondes embora que declinante em geral para títulos pós-fixados.

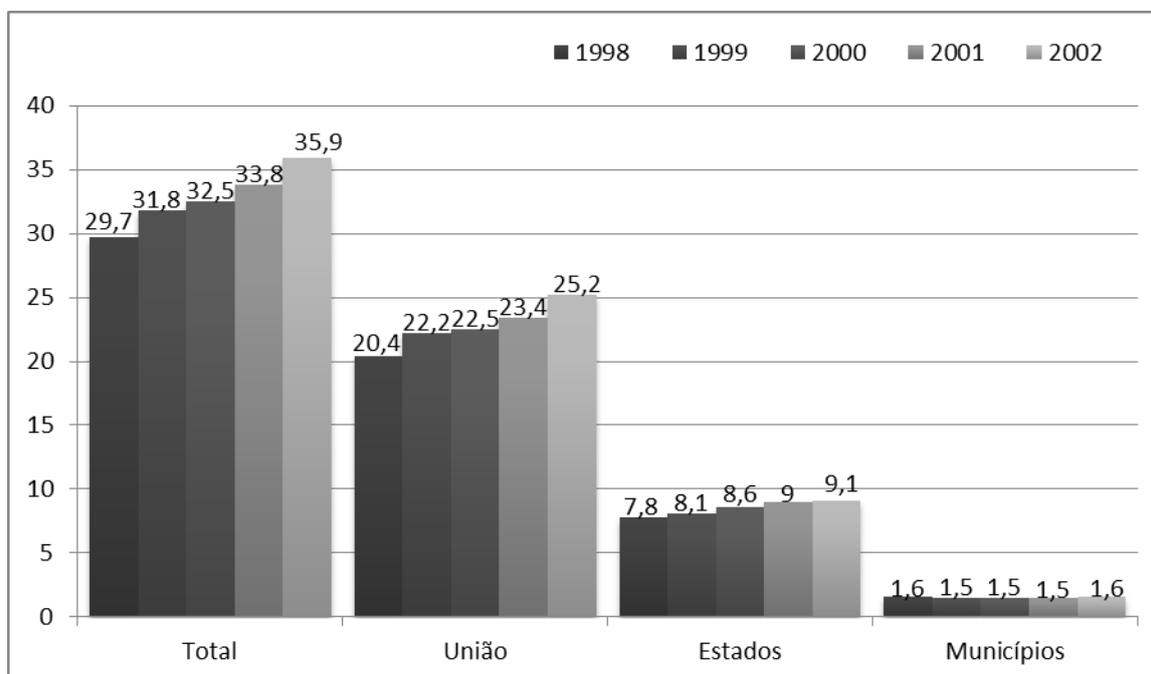
6 Os entraves para o mercado de capitais financiar a infraestrutura brasileira

Nos últimos anos a economia brasileira mostrou-se em um estado de evolução no tocante ao mercado de capitais, mas para evolução e desenvolvimento do mercado de capitais, questões macroeconômicas têm de ser abarcadas. Ademais reformas fiscais, e de definições do papel do estado e reforma regulatórios.

6.1 Reformas fiscais e tributárias

Segundo a (secretária da receita federal) a carga tributária subiu de 26% em 1993 para 36% em 2003 em que se deve parte ao esforço de estabilização da dívida pública. Cerca de 25% da arrecadação de impostos advém de taxas sobre vendas e transações financeiras (ICMS), cujo aumento representava 50% da elevação do cargo tributário de período em questão.

Gráfico 1- Carga tributária por unidade - % do PIB



Fonte: Secretaria da Receita Federal

Pode-se mostra no gráfico um aumento considerável na carga tributária da união, onde a constituição de 1988 fortaleceu a federação fiscal, com a distribuição dos recursos entre união, estado e municípios. No enteando o ICMS e COFINS, que não são repartidas, tornaram-se formas de elevar o superávit fiscal do governo federal. Esta, por sua vez cria distorções no sistema tributário. Por exemplo, a tributação sobre operações bancaria em cascata que problemas de eficiência econômica. No Brasil há custos significativos, tendo as grandes empresas robustos departamentos em atenção à complexidade do código tributário nacional.

O que por sua vez, levam pequenas e médias empresas a desperdícios, proibitivo, que por vezes levam a informalidade.

A incerteza tributária, associada à complexidade de pagamentos de impostos, reduz os incentivos aos investimentos e a oferta de financiamento de longo prazo.

6.2 A transferência do FGTS

O papel do estado deve ser discutido no tocante a administração do FGTS.

A criação de diversos fundos administrados por bancos públicos foi uma forma de o governo transferir a decisão intertemporal entre consumo e poupança das famílias para o setor público, bem como aumentar a poupança compulsória das famílias. De fato a instituição desses instrumentos visava aumentar o investimento de longo prazo. Nesse contexto, a criação do fundo de amparo ao trabalhador (FAT) e do FGTS que segundo (TEIXEIRA, 2007) exprimem a visão que o setor público dá a impressão que o setor público tem mais condições de promover a proteção social do trabalhador.

Nos anos 60 a criação do FGTS justifica-se pela forma de estabilização na época para os casos de interrupção do fluxo de receita dos trabalhadores ainda segundo (TEIXEIRA, 2007) o estado não precisa assumir o papel de gestor da poupança privada. O mercado de capitais brasileiro já é suficientemente maduro para gerir esses recursos, onde este aloca de maneira

eficiente os recursos de maneira mais transparente, onde permite melhor acompanhamento dos resultados obtidos tornando-se desta forma um importante mecanismo de fortalecimento do mercado de longo prazo no país.

Esta forma de gestão não seria feita sem uma monitoração e fiscalização do setor privado que, de acordo com (TEIXEIRA, 2007) nessas novas condições o estado têm de fortalecer as instituições para disciplinar, monitorar e tornar mais transparentes as decisões dos gestores privados. Uma possibilidade possível seria montar fundos de longo prazo com aplicações similares as de fundos de private equity, capaz de aplicar recursos em atividades de longo prazo, algo um pouco diferente dos fundos 157.

Devido ao elevado volume de recursos e as especificidades, na sua gestão seria necessária uma transferência gradual da administração dos recursos para o setor privado, com gestão compartilhada por um prazo determinado. Além do mais seria adequado manter o direito de saque nas situações hoje previstas de forma que fosse fácil migrar entre diferentes administradores.

6.3 Reforma Regulatória

De acordo com (GOLDFAJN . *et al*, 2003 p.79) “para tornar o sistema financeiro mais seguro, o arcabouço regulatório precisa ser aprimorado”. Destacam-se medidas como: a reformulação da comissão de valores mobiliários (CVM) e a possível transformação de algumas estruturas do setor público, como a secretaria de previdência complementar (SPC) e a superintendência de previdência complementar (SUSEP) em instituições sólidas e independentes.

A transformação da CVM de autarquia em agência de regulação pode fortalecer o mercado de ações em decorrência de maior autonomia financeira e orçamentária, garantida pelo recolhimento de taxas de fiscalização. No que concerne a lei a CVM deve pedir ao ministério publico a adoção de medidas judiciais para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos, no entanto a justiça funciona em um grau de lentidão maior que o mercado de capitais. Apesar dos problemas regulatórios que segundo TEIXEIRA (2007) nos últimos anos, tem havido um aprimoramento, seja pela criação do novo mercado seja

pela exigência de regras mais sólidas para emissões no exterior ou pela adoção das melhores regras contábeis existentes no mundo, mesmo que isto não signifique o término do risco da má gestão.

A reforma do poder judiciário com alterações dos códigos civil e penal pode vir a dar maior celeridade e racionalidade aos procedimentos judiciais, por intermédio tanto de meios alternativos de solução de conflitos, como a mediação e conciliação, quanto de modificação do processo de execução, haja vista a simplificação do sistema de recursos e o fortalecimento dos juizados especiais.

O que vem causar relutância em empresas no longo prazo é o mesmo fator que requer juros reais altos para emprestar no curto prazo, onde a incerteza sobre a estabilidade e a segurança sobre a estabilidade dos contratos financeiros firmados sob jurisdição brasileira.

7 Conclusão

O presente trabalho foi um esforço para demonstrar que se forem feitas as reformas necessárias o mercado de capitais brasileiro pode ser uma boa opção para o financiamento infraestrutural.

A história do mercado de capitais brasileiro nos vem mostrando que reformas são feitas e surtem efeitos positivos neste mercado, além do mais a mesma história mostra que estas reformas são feitas de forma tardia.

O Brasil passa por um problema de falta de investimentos em infraestrutura e o estado não consegue promover esses serviços em quantidade e qualidade desejada, o que por sua vez leva ao encarecimento dos produtos nacionais frente os estrangeiros, que com isso o país residente perde competitividade. A logística brasileira é estritamente rodoviária e transportes ferroviário, naval pouco são usados para transporte dos produtos dentro do país.

A história da infraestrutura mostra que o estado sempre teve papel fundamental, ora autorizando concessões para o setor privado, ora estatizando os serviços infraestruturais. O presente trabalho tentou mostrar que este é o momento de fazer reformas no judiciário possibilitando uma maior segurança ao credor e assim diminuindo os custos de empréstimos, rever o papel do estado na economia, onde os financiamentos subsidiados do BNDES futuramente não poderão ser feito em tais níveis de acordo com TEIXEIRA (2007). As reformas tributárias e fiscais são de suma importância na macroeconomia brasileira, onde a extinção do ICMS para outro tipo de tributo que cause menos distorção no sistema financeiro e tributário. Além de uma reforma no sistema previdenciário, onde mostra-se que este sistema esta se corroendo onde é necessário que os trabalhadores tenham posse desses recursos para que tenham uma poupança contratual e acompanhem de melhor forma seus investimentos como no caso do México.

A luz da experiência internacional no referido trabalho o México, historicamente mostra que se reformas são feitas de maneira a ter maior transparência e maior segurança o mercado de capitais só tem a consolidar e desenvolver levando o país a um desenvolvimento sustentado.

Referências Bibliográficas

- ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. São Paulo: Atlas, 2005.
- . ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2008
- BAER, MÔNICA. **O rumo perdido: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro**. Editora Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1993.
- CAMPOS, N. S. (2012). **Abertura de Capital como Alternativa de Financiamento da Infraestrutura Portuária Brasileira**.
- CATALAN, Mario; IMPAVIDO, Gregorio & MUSALEM, Alberto. “ **contractual saving or stock Market development – which leads?**”. World bank policy research, working paper n° 2421. The World Bank. Washington D.C. August, 2000.
- CRUZ, Paulo Roberto Davidoff. **Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta**. Revista Nova Economia, Belo Horizonte, v. 5, n. 1, ago. 1995.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli & LEVINE, Ross “ **financial structure and economic growth: perspectives and lessons**”. Em: DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli e LEVINE, Ross (eds.) **Financial structure and economic growth: perspectives and lessons. A cross-country comparison of banks, markets and development**. Ob.cit
- FERREIRA, Pedro Cavalcanti; MALLIAGROS, Thomas. **Impactos produtivos da infraestrutura no Brasil: 1950-1995**. Pesquisa e Planejamento Econômico, v. 28, n. 2, p. 316-336, 1998.
- Florissi, S (1997) **Infraestrutura, capital público e crescimento na economia brasileira**.
- IMPAVIDO, Gregorio; MUSALEM, Alberto & TRESSEL, Thierry “ **The impact of contractual savings institutions on security markets**”. World Bank Policy research, working Paper n° 2948. The world bank. Washington D.C. January, 2003.
- IMPAVIDO, Gregório; MUSALEM, Alberto & TRESSEL, Thierry “ **contractual saving or stock Market development – which leads?**”. World bank policy research, working paper n° 2421. The World Bank. Washington D.C. August.2000.
- LA PORTA, Rafael; LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, A.&VISHNY, Robert” **Legal determinant so fexternal finance**”, **Journalo ffinance**, p. 52, 113-50, 1997.

MISHKIN, Frederic S. **Moeda, bancos e mercados financeiros**. Trad. Christine

Pinto Ferreira Studant. 5 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

NILSON TEIXEIRA. **Mercado de capitais e Crescimento Econômico lições internacionais, desafios brasileiros**, p.15-158, 2007.

NÓBREGA, M. *et al.* **O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil**. São Paulo: Bovespa, p.35-48, 2000.

PÊGO FILHO, Bolívar; CÂNDIDO JÚNIOR, José Oswaldo; PEREIRA, Francisco. **Investimento e financiamento da infraestrutura no Brasil: 1990/2002**. Texto Discutido do Ipea, 680, Brasília, 1999

PINHEIRO, Juliano Lima (a). **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

PINHEIRO, Juliano Lima (b). Mercado de capitais: fundamentos e técnicas 6. ed. São Paulo: Atlas, p. 120-459, 2012.

RINER, Deborah L. (2004) “**Look who’s borrowing now – Government effort to reduce economic vulnerability pay dividends**”. Disponível em: www.amcham.com.mx/publications/business/agosto04.

SIDAOU, Jose Julian “**The role of the Central Bank in developing debt markets in México**”. The Development of bonds markets in emerging Economies. BIS Papers 11, Basel, Junho, 2002.

COPELMAN, Martina “**Financial structure and economic activity in Mexico**”. World Bank Reserarch. Washington D.C, January, 2000.

Asociación Internacional de organismos de supervisión de fondos de pensiones [AIOS]

www.aiosfp.org Acesso em: 13/07/2014

“**La capitalización individual em los sistemas previsionales de América Latina**”. Buenos Aires, Diciembre, (2003).

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. CVM. Disponível em :

<http://www.cvm.gov.br> Acesso em: 09/10/2014

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx> Acesso em:
11/10/2014

Governança corporativa e questões jurídicas concretas. In:
CANTIDIANO, L.L., CORRÊA, R. (orgs.).

Governança corporativa: empresas transparentes na Sociedade de capitais.
São Paulo: Lazuli Editora 2004 (Série Apimec). CLEMENTE, E. S.

Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais

<http://ibmeclabrpmcom.com.br/> Acesso em: 22/01/2014