

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

PERSPECTIVAS DAS CORRETORAS BRASILEIRAS NO
ATENDIMENTO ÀS PESSOAS FÍSICAS

Yasmin Machado Wenna
Número de Matrícula: 0320161-7

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Dezembro de 2005

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

PERSPECTIVAS DAS CORRETORAS BRASILEIRAS NO
ATENDIMENTO ÀS PESSOAS FÍSICAS

Yasmin Machado Wenna
Numero de Matricula: 0320161-7

Orientador: Maria Nazareth Maciel

Dezembro de 2005

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

As opiniões expressas nesse trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

Sumário

Introdução	5
I – Opções de produtos financeiros para pessoas físicas	7
I.1 – Mercado doméstico	7
I.1.1 – Títulos de Renda Variável	7
I.1.1.1 – Títulos Negociados na Bovespa	7
I.1.1.2 – Títulos Negociados na BMF	8
I.1.2 – Títulos de Renda Fixa	8
I.1.2.1 – Debêntures	9
I.1.2.2 – Certificados de Recebíveis Imobiliários	10
I.1.3 – Títulos Públicos	13
I.1.3.1 – LTN	14
I.1.3.2 – LFT	14
I.1.3.3 - NTN-C	14
I.1.3.4 - NTN-B	15
I.1.3.5 - NTN-F	15
I.1.4 – Fundos de Investimento	15
I.1.4.1 – Fundos de Curto Prazo	15
I.1.4.2 – Fundos Referenciados	16
I.1.4.3 – Fundos de Renda Fixa	16
I.1.4.4 – Fundos Cambiais	16
I.1.4.5 – Fundos Multimercado	17
I.1.4.6 – Fundos de Dívida Externa	17
I.1.4.7 – Fundos de Ações	18
I.1.4.8 – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios	18
I.1.4.9 – Fundos de Índices	18
I.2 – Mercado internacional	18
I.2.1 – Participação societária	19
I.2.1.1 – ADR	20
I.2.1.2 – GDR	20
I.2.2 – Títulos de Dívidas de Curto e Longo Prazo	20
I.2.2.1- Bônus da Dívida Externa Brasileira	22
I.2.2.2 – Títulos Públicos Americanos	23
I.2.2.3 – Eurobônus	23
I.2.2.4 – Títulos de Agências Federais Americanas	24
I.2.2.5 - Bônus Corporativos Americanos	25
I.2.2.6 – Commercial Papers	26
I.2.3 – Fundos de Investimento	26
I.3 – Intermediários Financeiros	27
I.3.1 – Corretoras	28
I.3.2 – Distribuidoras	

I.3.3 – Asset Management	28
I.3.4 – Bancos	29
II – Análise do mercado de corretoras no Brasil	30
II.1 – Corretoras físicas	30
II.1.1 – Fatia de mercado	30
II.1.2 – Participação dos Investidores	31
II.2 – Corretoras on-line	32
II.2.1 – História	32
II.2.2 – Funcionamento	32
II.2.3 – Fatia de mercado	34
III – Alternativas para desenvolver o mercado de corretoras	36
III.1 – Diversificação dos produtos	36
III.1.1 – Novos Produtos Domésticos	36
III.1.2 – Produtos Internacionais	37
III.2 – Diversificação dos Canais de Venda	38
III.2.1 – Corretoras On-line	38
III.2.2 – Home Brokers Internacionais	38
III.3 – Integração entre as Bolsas	39
III.3.1 – Fusão das Bolsas Brasileiras	39
III.3.2 – Acordos da Bovespa	40
III.3.3 – Acordos da BMF	41
III.3.4 – Acordos entre outras Bolsas do Mundo	44
Conclusão	46
Referências bibliográficas	47

INTRODUÇÃO

Como sabemos, o mercado financeiro brasileiro é tradicionalmente voltado para investidores institucionais e pessoas jurídicas. A falta de conhecimento e os altos custos de corretagem fazem com que o perfil dos investidores brasileiros se mantenha ainda muito diferente de países onde o mercado é amplamente desenvolvido. Ao contrário dos Estados-Unidos, por exemplo, o hábito de investir em ações ainda é pouco difundido entre as famílias que, com frequência, aplicam suas economias em cadernetas de poupança. Mas nos últimos anos, essa realidade tem sido modificada com a maior incidência do investidor varejo/pessoa física em busca de investimentos diferenciados.

Nesse processo, as corretoras despontam como o principal intermediário financeiro desse novo nicho de mercado. Isso acontece principalmente porque o desenvolvimento recente do mercado de corretoras on-line aumentou a possibilidade do pequeno investidor comprar e vender ações graças à facilidade de enviar ordens via sistema eletrônico de negociação (Home broker).

No entanto, com o avanço da tecnologia e a integração entre as bolsas, ficou mais fácil investir em mercados tanto doméstico quanto estrangeiros. Com a maior concorrência entre os intermediários financeiros no Brasil e no mundo, todos precisam encontrar formas de sobreviver nesse meio cada vez mais competitivo. Podemos nos perguntar qual será a posição assumida pelas corretoras diante desse cenário e se há estratégias eficientes a serem adotadas para evitar uma perda de mercado.

Em um primeiro momento farei um levantamento dos produtos financeiros disponíveis para pessoas físicas. Por um lado, existe a possibilidade de investir no

mercado doméstico, por outro, os produtos internacionais estão cada vez mais ao alcance dos investidores brasileiros, seja a compra e venda de títulos emitidos pelo Brasil no exterior, seja de emissões oriundas de outros países do mundo. Em seguida discutirei o papel dos diferentes tipos de intermediários financeiros a que um investidor pode recorrer ao optar por um determinado investimento. O terceiro capítulo contém uma análise do mercado de Corretoras no Brasil. Finalmente, a última parte mostra alternativas possíveis para tornar as corretoras brasileiras competitivas, principalmente tornando as bolsas brasileiras vantajosas com relação a outras bolsas no mundo.

I – Opções de produtos financeiros para pessoas físicas

I.1- Produtos Domésticos

No mercado doméstico o investidor se depara com diversas opções de investimentos. A mais simples e tradicional é a caderneta de poupança que exige baixo investimento inicial, tem a rentabilidade atrelada ao TR (taxa referencial) e é isenta de imposto de renda. Para um investidor mais esclarecido quanto às oportunidades de investimentos, ele pode delegar a um administrador de recursos a função de aplicar seu dinheiro em fundos de investimentos ou optar por produtos próprios de renda fixa e renda variável. Estas alternativas têm diferentes características quanto à tributação, risco rentabilidade e lastro e serão apresentadas nos itens a seguir.

I.1.1 – Títulos de renda variável

I.1.1.1 – Títulos negociados na Bovespa

As negociações de compra e venda de ações acontecem nas bolsas de valores onde os papéis estão registrados. No Brasil, a única bolsa de ações é a Bolsa de Valores de São Paulo, a Bovespa, onde é negociado o mercado secundário das ações de empresas brasileiras de capital aberto.

Durante muito tempo, as ofertas primárias de ações foram esquecidas no Brasil. Mas, no último ano, elas se tornaram cada vez mais frequentes. Essa onda foi iniciada com o lançamento de ações da Natura, seguida pela Gol linhas aéreas, All América latina e muitas outras. Após uma década de movimento contracionista no mercado de capitais, os lançamentos ocorridos em 2004 foram todos acompanhados de pelo menos o nível 2 das regras de governança corporativa. Para os investidores

tradicionais, essa foi mais uma forma de lucro. Mas a grande novidade é que essa foi uma forma muito eficiente de atrair novos investidores pessoa física para o mercado de ações. Para muitos deles, a oferta primária foi o primeiro contato com investimentos em bolsa e acompanhados do estímulo que a governança corporativa agrega ao investidor.

I.1.1.2 – Títulos negociados na BMF

Recentemente, a BMF, Bolsa de Mercadorias e Futuros, tornou possível a compra de dois ativos através da Internet. Os contratos de mini-índice e mini-boi gordo já podem ser negociados através do Webtrade, ferramenta criada pela própria bolsa para negociação pela Internet, e os contratos de mini-dólar poderão ser negociados em breve. Não é por acaso que os ativos escolhidos têm um valor mínimo de negociação relativamente baixo. Isso mostra que o alvo são as pessoas físicas que já negociam ações no home broker e que procuram cada vez mais outras formas de investimento. Por um lado, nasce a possibilidade de diversificação com custos baixos, por outro lado, esses investidores passam a ter acesso a um mercado mais complexo, mais volátil, que pode oferecer maior risco mas também a oportunidade de fazer *hedge*, e que portanto requer maior conhecimento.

I.1.2 – Títulos de Renda Fixa

O mercado financeiro brasileiro vem crescendo ao longo dos anos e diversos produtos de renda fixa ganharam destaque entre os investidores que os procuram, às vezes como forma de diversificar os investimentos, outras vezes como uma alternativa mais conservadora do que investimentos em títulos de renda variável.

Por parte dos emissores privados, de um lado temos o mercado tradicional de debêntures com um número elevado de emissões, do outro, o mercado incipiente de

títulos imobiliários ganha novos produtos e adesão de grandes empresas. Por parte dos emissores públicos, observamos que seus títulos passaram a atingir os pequenos investidores de forma mais direta. Enquanto os títulos privados podem ser distribuídos pelas corretoras, os títulos públicos são negociados diretamente com o tesouro direto, mas custodiados por algum intermediário.

I.1.2.1 - Debêntures

As debêntures são títulos de renda fixa, emitidos por empresas privadas como uma forma de se financiar no mercado financeiro. O grande atrativo desse produto é que cada empresa pode estruturá-lo da forma que achar mais conveniente isto é, a empresa emissora pode determinar o fluxo de amortização e a forma de remuneração dos títulos. Isso permite que ela ajuste os pagamentos ao fluxo de caixa do projeto que está sendo financiado pelas debêntures e às condições de mercado no momento da emissão. O prazo de vencimento também é definido pela emissora, mas geralmente estes são títulos de médio ou longo prazo. Em alguns casos, a debênture também pode ser emitida sem um prazo de resgate pré-definido, isto é, ela será uma debênture perpétua.

Existem algumas garantias para o comprador de uma debênture que devem estar definidas na escritura de emissão. A primeira acontece quando os bens da empresa garantem a emissão, sob a forma de penhor ou hipoteca. Esta é denominada “garantia real”. Em outros casos, pode haver uma garantia flutuante, isto é, os debenturistas têm privilégios sobre o ativo da empresa, mas este não fica vinculado à emissão. Portanto, a empresa pode utilizá-los da forma que melhor entender sem a prévia autorização dos debenturistas. Também existem emissões onde os debenturistas não têm qualquer privilégio sobre os bens da empresa e em caso de falência, concorrem em igualdade com os demais credores. Essa é a garantia quirografária ou sem

preferência. Finalmente, as debêntures podem ser subordinadas. Em caso de “default” por parte da empresa, os debenturistas só têm preferência com relação aos acionistas da empresa.

A estruturação das debêntures começa com a escolha de uma instituição financeira que será o coordenador-líder da emissão. Esta deverá fazer uma análise da empresa que será distribuída aos investidores e, em seguida, será responsável pela estruturação e coordenação da emissão e colocação dos títulos no mercado.

Finalmente, depois da oferta primária que acontece através de um processo de *boockbuilding*, as debêntures são negociadas no mercado secundário através de dois sistemas: o sistema nacional de debêntures (SND) ou pela central de custódia e de liquidação financeira de títulos (Cetip).

Na tabela abaixo podemos ver a evolução do volume emitido de debêntures entre 2002 e 2005.

	2002	2003	2004	2005
Numero de Emissões	51	25	47	55
Volume em milhões de R\$	14.635,60	5.282,40	9.614,45	37.973,85

Fonte: CVM

Seguindo o movimento de crescimento do mercado financeiro brasileiro, o volume de emissões de debêntures aumentos muito nos últimos anos. Depois de uma contração do mercado em 2003, o numero de emissões aumentou significativamente enquanto o volume emitido quase dobrou de 2003 para 2004 e quadruplicou de 2004 para 2005.

I.1.2.2 – Créditos de recebíveis imobiliários (CRI)

O CRI é um título de renda fixa, originado por operações de compra e venda ou aluguel de imóveis que gera para o seu detentor uma estrutura de fluxo de pagamentos mensal ou anual atrelado a índices de preços, em geral o IGP-M.

A estruturação desse produto passa por diversas etapas. Em um primeiro momento, incorporadores ou construtores realizam a venda ou aluguel de imóveis a prazo. Em seguida, acontece a seleção dos créditos através de um critério de elegibilidade pré-estabelecido, para definir quais créditos serão aceitos para compor a emissão. Depois disso, a securitizadora pode solicitar a classificação da emissão por uma agência de *rating* e registrar a mesma na CVM. Após a aprovação, a emissão é registrada nos sistemas de negociação Cetip ou Bovespafix e pode começar a ser distribuída por bancos e corretoras.

Existem dois tipos de emissões de CRI, as pulverizadas e as corporativas. O CRI pulverizado é um ativo oriundo da compra e venda de unidades residenciais ou comerciais para pessoas físicas. Por isso, a massa de recebíveis que dá origem a esse tipo de CRI representa um número pulverizado de prestações que devem ser pagas por diversos compradores de imóveis, o que faz com que o risco de crédito desse tipo de emissão seja pulverizado. Já o CRI Corporativo é um ativo oriundo do desconto de prestações de aluguel de imóveis para clientes corporativos, isto é, grandes empresas. Dessa forma a massa de recebíveis que dá origem a esse tipo de CRI representa uma grande empresa interessada no uso exclusivo do imóvel para um determinado fim e prazo específico. A estrutura do Cri corporativo pode ser considerada mais simples. Nesse caso, o que gera o fluxo de recebíveis é a compra ou aluguel a prazo de um imóvel por alguma empresa de grande porte.

Outra característica do CRI é uma “blindagem” que passa por vários tipos de garantias. A primeira etapa é o critério de elegibilidade, realizado por uma empresa

independente denominada *Servicer*. Ele serve como uma peneira para o crédito, separando o crédito seguro do ruim. O *Servicer* também é responsável pela estruturação de um *overcollateral*, isto é, um CRI Junior que constitui uma garantia adicional na medida em que estabelece uma folga em caso de inadimplência da carteira sênior. Além disso, todas as emissões de CRI são analisadas por uma agência de rating que atribui para a operação um risco de crédito baixo, médio ou elevado. Finalmente, a última garantia do CRI é a alienação fiduciária do imóvel, criada pela lei 9514/97. Dessa forma, o credor é efetivamente titular do imóvel até que o devedor pague a dívida. Essa característica permite que o processo de retomada dos imóveis seja muito mais rápido do que o da hipoteca e portanto, leva a uma maior rapidez no processo de retomada de créditos em caso de inadimplência.

Ultimamente o CRI tem sido uma alternativa de investimento procurado por pessoas físicas. Apesar da CVM regulamentar as emissões para que estas tenham um valor inicial mínimo de R\$ 300.000,00, e da baixa liquidez, esse é um mercado em crescimento. Segundo estatísticas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), hoje 5% do volume de CRI emitido no Brasil está nas mãos de pessoas físicas. Isso se dá em parte pelas taxas atraentes somadas ao IGP-M, mas sobretudo à isenção de imposto de renda para esses investidores.

Os títulos emitidos por empresas privadas no Brasil têm exercido um papel importante. Quanto mais desenvolvido for esse mercado, mais as empresas têm alternativas aos empréstimos contraídos junto aos bancos. Com isso, começa a existir uma alternativa para os empréstimos bancários que faz com que os *spreads* sejam aos poucos pressionados para baixo. Os CRI's e debêntures são dois exemplos desse mercado em desenvolvimento.

Como podemos ver pela tabela abaixo, o volume de emissões de CRI no Brasil evoluiu consideravelmente nos últimos anos. O número de emissões passou de 9 em 2002 para 31 entre janeiro e outubro de 2005. a variação no volume emitido em Reais foi ainda mais brusca, passando de 400 milhões de reais em 2004 para 1 bilhão de reais em 2005.

	2002	2003	2004	2005
Numero de Emissões	9	17	29	31
Volume em R\$	142.176.578,00	287.598.926,00	403.079.740,00	1.017.709.382,00

Fonte: CVM

I.1.3 - Títulos Públicos

Recentemente o tesouro nacional em parceria com a companhia brasileira de liquidação e custódia (CBLC) criou um website com plataforma de negociação para títulos da dívida brasileira. Antes de existir esse sistema, os compradores dos títulos públicos restringiam-se a bancos, corretoras, distribuidoras e outras instituições financeiras registradas no sistema especial de liquidação e custódia (Selic) e o investimento tinha um valor mínimo em torno de R\$ 50.000,00. Esse sistema permitia que as pessoas físicas comprassem títulos públicos apenas de forma indireta, através de cotas de fundos de renda fixa. Agora, os clientes podem acessar o sistema usando uma senha que deve ser fornecida por alguma corretora. As transações tornaram-se mais simples, enquanto a liquidez passou a ser assegurada pela recompra semanal de títulos pelo tesouro. Dessa forma, os investidores passaram a ter acesso à compra e venda de títulos públicos através da internet. O investimento mínimo gira em torno de R\$ 200,00, o que torna o produto ainda mais popular entre pessoas físicas. Os títulos negociados pelo sistema eletrônico são LTN, LFT, NTN-B, NTN-B Principal, NTN-C e NTN-F. As principais características desses títulos seguem abaixo:

I.1.3.1 - LTN

A LTN é emitida para prover recursos necessários à cobertura de déficit orçamentário, ou para realização de operações de crédito por Antecipação da Receita Orçamentária. Os juros correspondem à taxa média SELIC, são pré fixados e a amortização é feita integralmente no vencimento do título. A colocação desses papéis no mercado é feita através de oferta pública e o prazo é definido no momento da emissão.

I.1.4.2 - LFT

Títulos cuja emissão destinada à assunção, pela União, da dívida de responsabilidade dos Estados e do Distrito Federal. Estes têm prazo de 15 anos e juros que correspondem à taxa média SELIC acrescida de 0,0245% ao mês, pagos na data do vencimento de cada uma das 180 parcelas. Já o pagamento do principal acontece em 180 parcelas mensais e consecutivas, vencendo a primeira no mês seguinte ao da emissão, sendo cada uma delas de valor correspondente ao resultado obtido pela divisão do saldo devedor verificado na data do vencimento de cada parcela pelo número de parcelas vincendas, inclusive a que estiver sendo paga. A colocação é feita de forma direta ao interessado.

I.1.3.3 – NTN-C

Título emitido pelo Tesouro Nacional para cobertura de déficit orçamentário, bem como para realização de operações de crédito por antecipação de receita. Tanto o prazo quanto a taxa são definidos pelo ministro do estado da fazenda no momento da emissão mas o título é atrelado ao IGP-M. Os juros são pagos

semestralmente, enquanto o principal é pago inteiramente no final. O título é colocado no mercado através de oferta pública.

I.1.3.4 –NTN-B

Este título tem características semelhantes à NTN-C e também é pós fixado, mas atrelado ao índice de preços IPCA.

I.1.3.5 – NTN-F

As NTN-Fs têm as mesmas características das NTN-Cs e NTN-Bs mas ao contrário dos dois outros títulos são pré-fixadas.

I.1.4 - Fundos de Investimento

Os fundos de investimento brasileiros são regulamentados pela instrução CVM 409/2004 e subdivididos em diversas categorias. Isso possibilita que os investidores direcionem suas aplicações, escolhendo segundo parâmetros de risco, rentabilidade e prazo.

I.1.4.1 – Fundos de Curto Prazo

Os fundos de curto prazo buscam retorno através de investimentos em títulos indexados à CDI/Selic ou em papéis prefixados, desde que indexados e/ou sintetizados para CDI/Selic; de emissão do Tesouro Nacional (TN) e/ou do BACEN com prazo máximo a decorrer de 375 dias e prazo médio da carteira de, no máximo, 60 dias. É permitida, também, a realização de Operações Compromissadas, desde que: sejam indexadas à CDI/Selic; lastreadas em títulos do TN com contraparte classificada como baixo risco de crédito.

I.1.4.2 – Fundos Referenciados

Esses fundos objetivam investir, no mínimo, 95% do valor de sua carteira em títulos ou operações que busquem acompanhar as variações de um parâmetro de referência, estando também sujeitos às oscilações decorrentes do ágio/deságio dos títulos em relação a estes parâmetros de referência. Os mais comuns são os fundos referenciados DI que buscam acompanhar as variações do CDI ou SELIC. O montante não aplicado em operações que busquem acompanhar as variações destes parâmetros de referência devem ser aplicados somente em operações permitidas para os Fundos Curto Prazo. Estes fundos seguem as disposições do artigo 94 da Instrução CVM 409².

I.1.4.3 – Fundos de Renda Fixa

Busca retorno por meio de investimentos em ativos de renda fixa de qualquer espectro de risco de crédito (sendo aceitos títulos sintetizados através do uso de derivativos). Existem diversos tipos de fundos de renda fixa. Cada um deles deve agir de acordo com as regras estabelecidas por seu regulamento. Dessa forma, alguns admitem alavancagem, alguns aceitam estratégias de risco como por exemplo risco de índices de preços e outros devem agir de forma mais conservadora. No entanto, em nenhum deles são permitidas estratégias que impliquem em risco de índices de preço, de moeda estrangeira ou de renda variável (ações, etc.).

I.1.4.4 – Fundos Cambiais

Os fundos cambiais podem ser atrelados a uma ou mais moedas estrangeiras, como por exemplo, o dólar ou o euro. Esses fundos sempre devem aplicar pelo menos 80% de sua carteira em ativos - de qualquer espectro de risco de crédito - relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, à moeda especificada em

seu regulamento. O montante não aplicado em ativos relacionados direta ou indiretamente a esta moeda deve ser aplicado somente em títulos e operações de Renda Fixa (pré ou pós fixadas a CDI/ SELIC). Eles podem ou não admitir alavancagem, dependendo da estratégia do fundo.

Os principais fundos cambiais distribuídos no mercado brasileiro são os fundos de ativos em dólar e euro que podem ou não admitir alavancagem.

I.1.4.5 – Fundos Multimercado

Classificam-se neste segmento os fundos que buscam retorno no longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos (renda fixa, câmbio, etc). Dependendo do regulamento específico de cada fundo, eles podem ou não investir em ações, assim como em alguns casos somente podem alavancar o patrimônio. Alguns desses fundos não têm explicitado o mix de ativos com o qual devem ser comparados (*asset allocation benchmark*) e podem, inclusive, ser comparados a parâmetro de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos (por exemplo: 100% CDI). Outros, como os fundos balanceados, por exemplo, precisam divulgar o mix de ativos que compõem sua carteira.

Uma categoria com características bem diferentes dentre os fundos multimercados são os fundos de capital protegido. Esses buscam retornos em mercados de risco procurando proteger parcial ou totalmente o principal investido.

I.1.4.6 – Fundos de Dívida Externa

São fundos que têm como objetivo investir preponderantemente em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União. Estes fundos seguem o disposto no artigo 96 da Instrução CVM 409.

I.1.4.7 – Fundos de Ações

Os Fundos de Ações devem possuir, no mínimo, 67% da carteira em ações à vista. Estes podem ter como objetivo acompanhar índices de ações como por exemplo o Ibovespa ou o IBX. Alguns também acompanham setores como o de telecomunicações ou de energia, por exemplo.

I.1.4.8 – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

São os fundos regulamentados pelas Instruções CVM 356/2001 e CVM 399/2003 e suas modificações. Eles investem em ativos lastreados em fluxos de recebíveis.

I.1.4.9 – Fundos de Índice

Os fundos de índices constituem carteiras de forma a seguir algum índice de ações. Atualmente os dois maiores fundos desse tipo nos Estados Unidos são o Spyder que segue o fundo S&P 500 e o Nasdaq 100 que segue o índice de mesmo nome. Esses fundos são regulamentados pela Instrução CVM 359/2002.

I.2 – Produtos financeiros Internacionais

Um investidor brasileiro tem acesso razoavelmente fácil a todos os produtos do mercado interno. Mas, cada vez mais, esses investidores também procuram o mercado externo, seja visando maior rentabilidade, seja menor risco. Ainda que sejam um pouco mais complicadas e com custos mais altos, as operações com ativos estrangeiros são cada vez mais comuns, como vemos pela tabela abaixo.

Capitais brasileiros no exterior de 2001 a 2004 (em U\$ Milhões)

	2002	2003	2004
Investimento em carteira (Portfolio)	4449	5946	8224
Participação Societária (BDR)	71	94	94
Título da Dívida de Longo Prazo (Bônus e Notas)	941	1491	2899
Título da Dívida de Curto Prazo (Market Instruments)	1120	1859	2971
Derivativos	105	81	109

Fonte: Banco Central do Brasil

As remessas de capital para o exterior são regulamentadas pelo Banco Central do Brasil e devem seguir algumas normas. A remessa de dinheiro para o exterior só pode ser feita pelos bancos autorizados pelo BC. Portanto, em geral, os investidores precisam recorrer a uma corretora local, que envia remessas para o exterior através de um banco do mesmo país. Essa remessa é recebida por um banco estrangeiro que a envia para uma corretora da mesma praça e esta executa a ordem do cliente. Além disso, a cada operação é exigida a realização de operações simultâneas de câmbio relativas ao ingresso de investimento externo no País e à saída de investimento brasileiro para o exterior, com liquidação pronta e simultânea em um mesmo banco. A seguir são apresentadas as principais características dos títulos do mercado externo. Conforme a classificação adotada na tabela apresentada anteriormente, o BC subdivide os produtos entre : participação societária, títulos de dívida longo prazo e de curto prazo.

I.2.1 – Participação societária

I.2.1.1 - ADR

As ADR's são ações de empresas estrangeiras lançadas e negociadas no mercado americano. O Brasil tem ADR's de empresas como a Vale do Rio Doce e a Telemar.

Para os investidores brasileiros essas ações possibilitam investir em empresas brasileiras sem incorrer em risco de câmbio. Para os arbitadores, há a possibilidade de negociar ações da mesma empresa em mercados diferentes.

II.2.2.1 – GDR

As GDR são ações de empresas estrangeiras emitidas e negociadas no mercado europeu.

I.2.2 – Títulos de dívida de longo prazo e curto prazo

I.2.2.1 - Bônus da dívida externa brasileira

Desde 1º de janeiro de 2004, a secretaria do tesouro nacional tem a responsabilidade de emitir bônus da dívida externa brasileira no exterior. Este emite essencialmente três tipos de bônus que geralmente pagam taxas de juros fixas: Globais, europeus e japoneses. Os bônus globais são títulos denominados em dólares e negociados globalmente. Os bônus europeus são títulos negociados em euro ou outras moedas européias e transacionados naquelas praças. Finalmente, os bônus japoneses são denominados em ienes e emitidos no mercado doméstico japonês.

Hoje os títulos da dívida mais negociados são o Par Bond, título da dívida reestruturada, o Discount Bond e os Globals 07, 08, 09, 28 e 40, sendo este último o mais líquido dos títulos da dívida brasileira segundo dados do banco central.

Além dos títulos da dívida brasileira no exterior, os brasileiros também podem investir em títulos de dívidas de outros países emitidos nos principais centros financeiros do mundo, como bolsas da Europa, Estados Unidos e Japão. Hoje os títulos mais procurados por brasileiros depois dos títulos emitidos no exterior são os

americanos, os das Ilhas Cayman, do Reino Unido, das Bahamas, da Áustria e da França, como podemos ver nas tabelas a seguir:

Inv. Carteira/Part. Societária				
em US\$ milhões	2001	2002	2003	2004
Estados Unidos	299	442	728	837
Ilhas Virgens Britânicas	116	277	288	283
França	23	34	37	191
Ilhas Bahamas	157	166	159	146
Portugal	76	80	94	120
Subtotal	671	999	1306	1577
Demais	1846	1318	1196	682
Total	2517	2317	2502	2259

Fonte: Banco Central

Inv. Cart./Tit.Dív. Curto Prazo (mkt instruments)				
em US\$ milhões	2001	2002	2003	2004
Brasil	14	32	474	1601
Estados Unidos	1394	436	544	427
Ilhas Cayman	5	274	332	343
Reino Unido	51	236	229	327
Ilhas Bahamas	68	98	106	73
Subtotal	1532	1076	1685	2771
Demais	54	45	173	202
Total	1586	1121	1858	2973

Nota: Contempla títulos de emissões de residentes, inclui longo prazo de Bônus, Notes, Debêntures, Certificados de depósito, letras do Tesouro, *Commercial ou Financial Papers*, bankers, *Acceptances*, entre outros. Distribuição por país emissor.

Fonte: Banco Central

Inv. Cart./Tít.Dív. Longo Prazo (Bônus e Notas)				
em US\$ milhões	2001	2002	2003	2004
Brasil	317	429	901	1651
Áustria	5	8	1	295
Estados Unidos	185	212	306	274
Ilhas Cayman	13	39	70	145
França	2	2	5	138
Subtotal	522	690	1283	2503
Demais	54	251	209	395
Total	576	941	1492	2898

Nota: Contempla títulos de emissões de residentes, inclui longo prazo de Bônus, Notes, Debêntures, Certificados de depósito, letras do Tesouro, *Commercial ou Financial Papers*, bankers, *Acceptances*, entre outros. Distribuição por país emissor.

Fonte: Banco Central

Como podemos ver, as Ilhas Cayman e Bahamas estão entre os principais destinos dos recursos brasileiros no exterior. Isso acontece porque os dois países são os paraísos fiscais mais utilizados. Já os EUA, Japão e França são destinos mais seguros para os recursos financeiros vistos como uma forma de investimento conservador e protegido do risco cambial.

I.2.2.2 – Títulos públicos americanos

Os títulos da dívida americana são emitidos pelo tesouro e lastreados pela confiança e crédito do governo dos Estados Unidos. Isso tem varias implicações. Em primeiro lugar, existe a visão de que esses títulos não representam risco. Além disso, as taxas de juros pagas pelos títulos passaram a servir como taxas de juros benchmark tanto para o mercado financeiro americano, quanto para mercados em

todo o mundo. O grande diferencial dos títulos da dívida americana com relação a outros países do mundo é o seu incomparável volume e liquidez.

Existem dois tipos de títulos do tesouro americano: os títulos com cupom e os títulos descontados. Enquanto os primeiros pagam juros semestrais e toda a amortização no final do prazo de vencimento, os títulos descontados pagam um valor contratual fixo no momento de seu vencimento, chamado valor de vencimento ou valor de face. Essa diferença influi no valor pago pelos títulos no momento de sua compra.

Em geral, os títulos com prazo inferior a um ano são títulos descontados, denominados “letras do tesouro” ou “*treasure bills*”. Os títulos com vencimento mais longo são emitidos como títulos com cupom e denominados “notas do tesouro” ou “bônus do tesouro”.

Apesar do tesouro americano só emitir títulos sem cupom com prazo inferior a dois anos, o setor privado criou e negocia amplamente títulos denominados como “*strips*”, lastreados em único pagamento de cupom de um título que tenha vários cupons. Dessa forma, são lastreados em uma obrigação do próprio tesouro americano e representam risco próximo de zero mas são títulos de cupom zero.

I.2.2.3 – Eurobônus

Os Eurobônus são tradicionalmente registrados nas bolsas de Zurique, Luxemburgo ou Londres, mas são negociados principalmente no mercado de balcão. Eles podem ser emitidos em diversas moedas, em especial dólares, quando são chamados de Eurodólar ou ienes, sendo chamados de Euroiene.

Os Eurobônus podem ter uma estrutura convencional, os Euros Convencionais ou um formato estruturado de acordo com as necessidades dos investidores daquela

emissão. No entanto, na maioria dos casos os cupons são pagos semestralmente para evitar o custo de muitos pagamentos ao ano para investidores espalhados pelo mundo. Cada um dos Eurobônus tem a sua especificidade. Existem por exemplo, bônus de cupom zero, ou bônus que pagam os juros em uma moeda, e principal em outra, ou ainda Eurobônus conversíveis em outros ativos.

Para tornar possível a transação de títulos entre pontas que podem estar em países diferentes, foram criados dois sistemas de compensação. O primeiro foi o Euriclear, inaugurado em 1968 em Nova York e o Cedel, que existe no Luxemburgo desde 1970. Além da liquidação das operações, as câmaras de compensação também fornecem financiamento aos investidores e um serviço de empréstimo de títulos.

I.2.2.4 - Títulos de agências federais americanas

Os títulos emitidos por agências federais constituem um mercado cada vez mais importante nos estados unidos e portanto, em todo o mundo. Estes podem ser de agências patrocinadas pelo governo, isto é, empresas privadas de concessões públicas, que podem emitir títulos direto no mercado, ou de instituições associadas ao governo federal, braços do governo federal que emitem títulos lastreados pelo governo federal.

As empresas patrocinadas pelo governo funcionam como uma forma de terceirização das funções públicas. Hoje existem 8 delas. Entre outros, destacam-se os títulos emitidos pelas agências agrícola, estudantil ou de habitação. Elas emitem principalmente produtos estruturados e títulos de índices como índices de inadimplência, pré-pagamentos e emissões em geral.

I.2.2.5 – Bônus corporativos americanos

Os bônus corporativos podem ser emitidos por empresas de serviços públicos, de transporte, industriais ou financeiras. A estrutura de pagamento desses papéis consiste em juros periódicos em datas pré-estabelecidas e amortização do principal no momento do vencimento. Para certificar-se de que todos os direitos dos investidores estão sendo cumpridos e controlar o andamento das obrigações do emitente, no momento da emissão um agente fiduciário é oficialmente escolhido.

Esses títulos podem ser de curto ou longo prazo. Se o tempo para o vencimento for inferior a 10 anos, em geral são denominados “notas”. Mas na maioria dos casos as emissões têm vencimento entre 20 e 30 anos, e são chamadas de “bônus”. Finalmente, existem títulos bem mais flexíveis, com vencimento entre 9 meses e 30 anos ou até mais, que são denominados “nota de médio prazo” ou “MTN”.

Os bônus possuem algumas garantias. Em especial, se houver inadimplência e os detentores dos papéis precisarem ir a juízo para reaver o principal e os juros, eles possuem um direito legal prioritário sobre os acionistas quanto à receita e aos ativos da empresa. Além disso, as empresas podem dar como garantia a alienação fiduciária de imóveis ou de ativos fixos, ou ainda podem colocar em garantia obrigações que possuam como ações ou outros títulos. Finalmente, o pagamento dos juros ou do principal dos títulos pode ser garantido por uma outra entidade, o “garantidor”.

A maioria dos bônus corporativos tem uma cláusula de recompra, ou uma opção de compra cujo beneficiário é o emissor. Depois de algum tempo pré-determinado pela escritura de emissão, o emissor pode optar por recomprar parte ou todos os títulos emitidos.

Para analisar se uma emissão é boa ou não, é preciso analisar em primeiro lugar o seu risco de crédito. Nesse caso, um instrumento largamente utilizado é olhar para a classificação de rating da emissão. Existem agências especializadas que conferem à

operação uma classificação, quanto melhor ela for, melhor será o rating dado pela empresa.

I.2.2.6 – Commercial Papers

A emissão de *commercial papers* é uma alternativa de crédito para as grandes incorporações que não desejarem recorrer aos empréstimos bancários. Eles funcionam como uma nota promissória de curto prazo, geralmente com vencimento entre 30 e 50 dias, que representa a obrigação da corporação emitente. A vantagem é que dessa forma os custos do empréstimo se tornam bem menores do que se contraídos junto a um banco. Este mercado é altamente desenvolvido nos estados unidos. Segundo Frank J. Fabozzi (2000) em seu livro “Mercados, Análises e Estratégias de Bônus”, entre 1979 e 1993, ele quintuplicou, chegando às vezes a superar o mercado de títulos públicos americanos.

Nos Estados Unidos existem 1.250 emitentes corporativos de commercial papers. Sendo que as empresas financeiras emitem por volta de 70% do volume total de papéis.

I.2.3 – Fundos de Investimento

Quando os investidores procuram o mercado internacional, além dos mercados societários e dos títulos de dívidas, eles podem optar por colocar recursos em fundos de investimento. Atualmente os mais procurados são os *Hedge Funds*, como uma forma de diversificação e os fundos de previdência privada como uma forma de obter mais segurança no investimento. No entanto, os mercados oferecem uma vasta gama de tipos de fundos de investimento com um numero cada vez maior de estratégias diferentes. Esse mercado é especialmente desenvolvido nos Estados Unidos.

I.3 – Meios de realizar a compra de produtos

Sempre que um agente desejar comprar ou vender qualquer um dos produtos oferecidos pelo mercado, ele precisa de um intermediário financeiro. Este funciona como um acesso às bolsas, estruturador de produtos ou ainda simplesmente para distribuí-los.

Dessa forma, o investidor pode recorrer a uma corretora, a uma distribuidora ou a um banco. Estes podem exercer funções parecidas. No entanto, hoje os investimentos de pessoas físicas estão cada vez mais ligados às corretoras e em especial às corretoras on-line. Para atrair novos cliente e oferecer um serviço cada vez mais completo, essas estão deixando de exercer funções específicas para ocupar espaços antes restritos a distribuidoras, bancos e empresas de *asset management*.

I.3.1 – Corretoras de valores

Para comprar ou vender títulos na BOVESPA ou na BM&F, é necessário o intermédio de uma Corretora de Valores. Essas instituições são autorizadas a funcionar pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e são as únicas habilitadas a negociar títulos diretamente pois são as únicas que podem adquirir cartas patentes das bolsas brasileiras. A cada nova aquisição de cartas, as corretoras passam a ter direito de atender mais estados do país.

Para executar as ordens dadas por seus clientes, as corretoras dispõem de mesas de operações e operadores de pregão. Quando um cliente dá uma ordem de compra ou de venda, a intermediária deve inseri-la na bolsa, seja através do seu operador de pregão, seja através de um sistema eletrônico. Por acompanharem o mercado o tempo todo, avaliando os principais acontecimentos, as empresas que estão progredindo e os fatores que podem gerar mudanças de cenário, as Corretoras prestam um serviço

essencial aos investidores, dando a assessoria necessária para que os investidores esclareçam suas dúvidas e saibam as tendências e oportunidades de mercado, possibilitando o alcance de melhores resultados.

A receita das corretoras é formada por uma porcentagem do valor total das operações, isto é, de corretagens cobradas dos clientes sobre o valor operado. Existe uma tabela de corretagens sugerida pela bovespa que costuma ser praticada. Mas quanto maior o poder de barganha do cliente, menor será o seu custo para operar. Isto acontece sob a forma de devolução de parte da corretagem cobrada. A devolução pode ser maior ou menor dependendo do acordo entre a corretora e o investidor.

Mas além disso, as corretoras oferecem cada vez mais tipos de produtos financeiros para as pessoas físicas. É cada vez mais comum os clientes de corretoras terem acesso a cotas de fundos, títulos privados e diversos serviços on-line.

I.3.2 – Distribuidoras de valores

As distribuidoras funcionam como instituição auxiliar do Sistema Financeiro Nacional e têm como objetivo intermediar operações com Títulos e valores mobiliários como por exemplo: papéis de Renda Fixa, Ações, Debêntures, certificados de incentivos fiscais e, ainda, atuar no mercado de Commodities, na compra e venda de Ouro e intermediação em Bolsa de Mercadorias.

Além disso, as distribuidoras também podem administrar carteiras de títulos ou valores mobiliários, exercer as funções de um agente fiduciário, administrar fundos clubes de investimento, praticar operações no mercado de cambio ou operações de conta margem.

I.3.3 - Asset Management

As *assets* são empresas extremamente especializadas em investimentos que administram recursos de terceiros. Para isso, essas empresas constituem e

administram fundos de investimento abertos ou fechados e clubes de investimentos. Elas são separadas de bancos, corretoras e outras instituições financeiras pelo princípio da “chinese wall”. Isto é, para evitar conflitos de interesses, não pode haver nenhum tipo de contato entre essas empresas, inclusive no que diz respeito ao espaço físico. Esse é um canal de venda para quem quer delegar a administração de recursos e portanto, os investidores procuram as CCVM e não os *Asset* quando querem gerir seus próprios recursos.

I.3.4 – Bancos

Uma das formas de efetuar a compra ou venda de algum ativo financeiro é recorrer a um banco. No entanto, esses exercem diversas funções e em geral, têm uma área mais abrangente do que outras instituições financeiras. Somente os bancos podem aceitar depósitos de clientes. Isso faz com que sua área de atuação seja maior. Assim, eles podem oferecer produtos e serviços que não podem ser oferecidos por corretoras ou distribuidoras. Em particular, os bancos emitem títulos como CDB's que só eles distribuem e podem financiar seus clientes, entre outras facilidades. Mas quase todos os bancos possuem corretoras para operar nas bolsas, dando assim um atendimento completo.

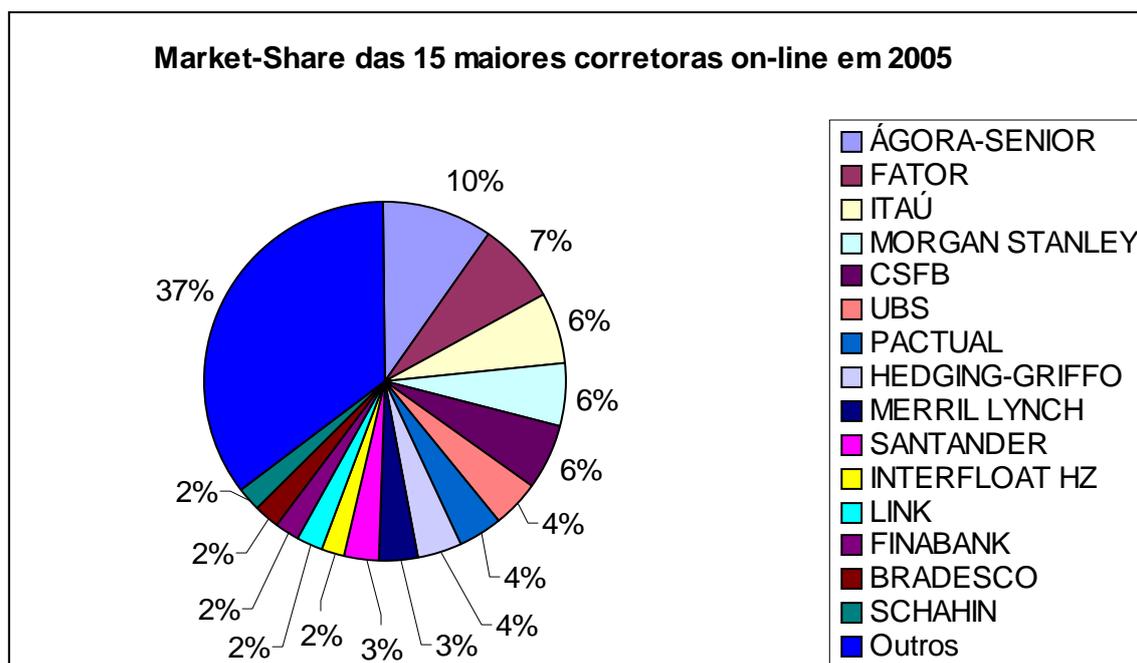
Por outro lado, por estarem mais sedimentados no mercado, os bancos costumam cobrar taxas mais altas como uma forma de aumentar seus spreads, isto é, sua margem de lucro sobre os produtos. Isso faz com que cada vez mais clientes procurem na emissão de títulos uma alternativa de financiamento, uma forma de escapar dos empréstimos bancários. Além disso, por terem um porte muito maior, os bancos costumam ser menos ágeis em suas decisões. Isso também pode explicar a procura por corretoras no momento de investir em produtos do mercado financeiro.

II – Análise do mercado de corretoras no Brasil

II.1 – Corretoras Físicas

II.1.1 – Fatia de mercado

Segundo dados da própria bolsa, hoje a Bovespa conta com 106 corretoras cadastradas.



Rank.	Cod.	Nome	Volume Total	Part. (%)
1	39	ÁGORA-SENIOR	65573586	10
2	131	FATOR	48112346	7,3
3	114	ITAÚ	40565461	6,2
4	40	MORGAN STANLEY	37393197	5,7
5	45	CSFB	36710977	5,6
6	46	UBS	27658034	4,2
7	85	PACTUAL	26032020	4
8	95	HEDGING-GRIFFO	25995593	3,9
9	13	MERRIL LYNCH	22364894	3,4
10	78	SANTANDER	19075942	2,9
11	239	INTERFLOAT HZ	15069995	2,3
12	8	LINK	14958776	2,3
13	76	FINABANK	14597383	2,2
14	72	BRADESCO	14170671	2,2
15	34	SCHAHIN	13045470	2
		Outros	237.509.940	35,6

II.1.2 – Participação dos investidores

Se por um lado a participação dos investidores pessoa física continua reduzida nas operações da BMF, segundo dados da própria bolsa, apenas 7% do volume operado, ela vem crescendo nas compras e vendas na Bovespa. Em 2005, estes investidores já ocupam a terceira posição em volume negociado, com 25,7% do volume operado na Bovespa, atrás apenas dos investidores institucionais e estrangeiros.

Participação dos Investidores na Bovespa de Janeiro de 2001 a Outubro de 2005

	2001	2002	2003	2004	2005
Pessoas Físicas	20,5	20,8	24,4	27,5	25,7
Institucionais	17,3	17,6	29,4	28,1	27,5
Investidores Estrangeiros	25	26	24,1	27,2	32,5
Empresas Públicas e Privadas	3	3,3	3,7	3	2,4
Instituições Financeiras	34	32,1	18	13,8	11,7
Outros	0,2	0,2	0,4	0,4	0,2

Fonte: Bovespa

A participação dos investidores varejo no mercado financeiro brasileiro se torna ainda mais significativo se olharmos para o crescimento das operações na Bovespa nos últimos anos. Olhando para o quadro a seguir, podemos ver que tanto o número de negócios quanto o volume negociado em Reais aumentou significativamente entre 1998 e 2005 e ainda assim houve um grande aumento na participação percentual das pessoas físicas na bolsa.

Descrição	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Pregões	246	246	248	246	249	250
Nº de Negócios	12797	15897	22432	26728	28173	39597
Títulos (milhões)	32985	36805	45152	56221	66876	107490
Volume (R\$ mil)	657904	626336	746736	610995	558109	818335
Volume (US\$ mil)	568986	347560	410201	265289	197896	271887

Fonte: Bovespa

II.2 – Home broker

II.2.1 - História

As negociações on-line estão cada vez mais difundidas em todo o mundo. Essa tendência vem se consolidando nos últimos anos e chegou no mercado brasileiro em 1999. Desde então, esse mercado vem se desenvolvendo de forma extraordinária. Em seis anos, o número de usuários cresceu 860% enquanto o volume negociado pelos sites passou de 0,77% para 6,55% do total da Bovespa.

Evolução da utilização dos sistemas de home broker no Brasil

Ano	No. de investidores	Negócios % Bovespa	Volume % Bovespa
1999	4.547	4,59%	0,77%
2000	5.182	5,80%	0,91%
2001	7.675	6,96%	1,25%
2002	11.132	10,49%	2,60%
2003	18.930	12,65%	3,37%
2004	30.362	16,88%	5,47%
2005	39.109	18,88%	6,55%

Fonte: Bovespa

Obs: dados de dezembro de 1999 a 2004 e de setembro de 2005

II.2.2 – Funcionamento

O Home broker é uma ferramenta de negociação ligada ao sistema eletrônico da bolsa. Através dele, apenas acessando a internet, os usuários podem colocar ordens de compra e venda de ações e outros ativos. Com isso, o mercado financeiro tornou-se muito mais acessível para a maioria da população. A forma de negociação se tornou muito mais simples. Não é mais preciso emitir ordens por telefone, nem ter um broker, as pessoas emitem ordens de suas casas on-line.

As corretoras on-line passaram a cobrar corretagens fixas. Os custos de operações ficaram muito mais baixos proporcionando aos pequenos investidores a possibilidade de participar do mercado acionário. Por outro lado, com o aparecimento de novos home brokers a cada dia, esse mercado foi se tornando cada vez mais competitivo com uma briga de preços, isto é, uma competição de tarifas de corretagem como forma de atrair clientes. Dentro dessa lógica, as corretoras on-line também oferecem uma gama de serviços, tentando sempre inovar e sair à frente de seus concorrentes. Com isso, os clientes dispõem de atrativos como *chats*, gráficos e atendimento telefônico.

Como um site de home broker atinge um grande número de pessoas, é possível propor conversas entre pessoas com grande conhecimento de mercado e clientes através de chats na Internet. Os clientes podem fazer perguntas e obter respostas on-line durante um determinado horário. Da mesma forma, eles podem acessar análises seja de determinadas ações, do setor ou da economia como um todo. Isso proporciona uma maior segurança, isto é, maior possibilidade de pessoas físicas emitirem ordens.

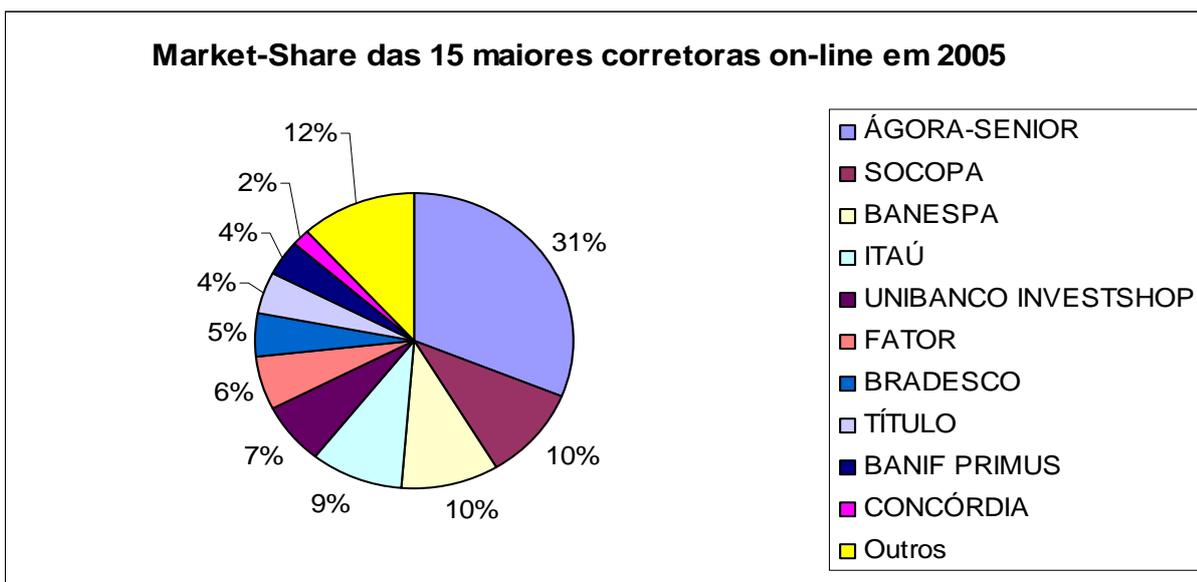
Os home brokers também estão tornando a análise gráfica cada vez mais popular entre os investidores. Em parte porque o número de participantes do mercado aumentou e estes buscam meios de apoiar sua tomada de decisão. Mas, por outro

lado, porque as novas ferramentas fornecem gráficos cada vez mais sofisticados, com rápida atualização e análises automáticas. Mais uma vez, com maior respaldo técnico, os investidores sentem-se aptos a entrar no mercado de ações com maior frequência, aumentando o volume de ordens dos home brokers.

Na forma tradicional de negociação das corretoras, cada cliente tem um assessor, isto é, uma pessoa para quem emite ordens por telefone. Esta pessoa é o vínculo entre a corretora e o cliente. Ao negociar através de um site da internet, alguns clientes poderiam se sentir inseguros por não terem esse contato telefônico direto, então cada corretora virtual é obrigada pelas regras da bolsa a ter uma central de atendimento a seus clientes. Elas servem tanto para tirar dúvidas sobre mercado ou ferramentas de negociação, quanto para informar cotações ou qualquer outro tipo de solicitação dos clientes.

II.2.3 – Fatia de mercado

O mercado de empresas virtuais é um mercado crescente em todo o mundo e o mesmo acontece com o mercado de corretoras on-line. Por isso, o número de home brokers no Brasil cresce a cada ano. Esta cada vez mais claro que esse é um braço necessário a todas as corretoras e que se torna impossível atender aos clientes pessoa física sem essa ferramenta. Hoje existem 49 corretoras on-line operando no mercado brasileiro, que está se tornando cada vez mais pulverizado, como fica claro pelo cálculo do *market share*.



Rank.	Cod.	Corretora	Volume Total	Part.
1	39	ÁGORA-SENIOR	10.087.779	31,1
2	58	SOCOPA	3.313.533	10,2
3	27	BANESPA	3.190.549	9,8
4	114	ITAÚ	2.991.184	9,2
5	228	UNIBANCO INVESTSHOP	2.284.324	7
6	131	FATOR	1.883.202	5,8
7	72	BRADESCO	1.507.089	4,6
8	90	TÍTULO	1.435.692	4,4
9	102	BANIF PRIMUS	1.260.681	3,9
10	23	CONCÓRDIA	652.582	2
		Outros	3.811.846	11,6

Fonte: Bovespa

III – Alternativas para desenvolver o mercado de corretoras

Para tentar obter redução de custos de transação e tornar suas operações mais rentáveis para o investidor pessoa física, as corretoras precisam se tornar mais competitivas. Sabendo disso, elas começaram a se posicionar e algumas estratégias já foram desenvolvidas para atrair e fidelizar clientes. Nos últimos anos houve diversas fusões e aquisições que tornaram as corretoras mais fortes. Agora existe hoje uma forte tendência de diversificação dos produtos assim como diversificação dos canais de venda. Além disso, já começa a se desenhar uma internacionalização das bolsas brasileiras através de acordos com diversas bolsas do mundo. Dessa forma, os investidores brasileiros passam a comprar ativos estrangeiros emitindo ordens para corretoras brasileiras que tenham parceria com corretoras no exterior. As corretoras não perdem corretagens para intermediários financeiros estrangeiros.

III.1 – Diversificação dos produtos financeiros

III.1.1 – Novos produtos domésticos

Tradicionalmente a grande fonte de receita das corretoras é a corretagem cobrada das intermediações financeiras de operações em bolsa. Mas hoje as corretoras estão entrando em novos mercados e oferecendo diversificação para os seus clientes. Ao abrir o seu cadastro em uma instituição, o investidor passa a ter acesso a muitos produtos financeiros e tende a ficar cada vez mais fiel.

Dentro dessa lógica, as corretoras começaram a distribuir fundos de investimento, seja de assets independentes, de *assets* de bancos ou fundos de investimento em cota constituídos pela própria corretora. Além disso, elas estão cada vez mais presentes no mercado de renda fixa com a distribuição de títulos privados

como Debêntures, Certificados de recebíveis imobiliários e outros produtos estruturados. Finalmente, as corretoras também oferecem aos seus clientes a opção de fazerem investimentos “*off-shore*”, como veremos a seguir.

III.1.2 – Produtos internacionais

Nos últimos anos, uma das formas de expansão das corretoras vem sendo a fusão e aquisição de novas empresas. Assim, grandes corretoras se aliaram para ganhar mercado, aumentar o volume de negócios e ter acesso a um crescente poder de barganha. No Brasil houve principalmente um movimento entre as corretoras independentes que dessa forma puderam ganhar força no mercado.

Entretanto, com a enorme internacionalização dos mercados, foi preciso deixar de lado os acordos estritamente locais para estabelecer acordos internacionais. Hoje existe um movimento em direção aos acordos com corretoras de outros países do mundo, como uma forma de oferecer uma variedade de produtos financeiros cada vez maior aos seus clientes. Como esses acordos demandam grandes esforços de negociação, algumas corretoras também têm contratos para operações pontuais entre elas. Como exemplo podemos observar os contratos entre corretoras brasileiras e americanas para repasse de corretagem. Quando um investidor brasileiro investe no mercado americano através de uma corretora local e uma estrangeira, é para a corretora externa que ele deve pagar a corretagem. Se não houvesse qualquer tipo de acordo entre as duas intermediárias, as corretoras domésticas não teriam nenhum incentivo para direcionar investimentos de seus clientes para o exterior e tentariam sempre aconselhá-los a adquirir produtos emitidos internamente. Para evitar que isso aconteça, é possível que as duas corretoras fechem um acordo onde estabeleçam alguma forma de divisão da receita gerada pela operação que o investidor brasileiro

fizer. A corretora americana repassa parte da corretagem recebida para a corretora brasileira que intermediou a operação.

III.2 – Diversificação dos canais de venda dos produtos financeiros

III.2.1 – Corretoras on-line

Com certeza já está claro que as corretoras on-line se tornaram extremamente rentáveis graças ao enorme número de clientes que atraem e à relação favorável de baixos investimentos para altos retornos. Mas isso não é tudo. Chegamos em um ponto onde as corretoras tradicionais não podem competir com os home brokers quando se trata de atendimento aos clientes pessoa física. O atendimento a um cliente através de uma mesa de operações tem custos muito mais altos requer mais tempo por parte de um funcionário da corretora. Isso inclui em custos mais altos para o cliente e para a corretora, além de menor praticidade. Portanto as corretoras não são mais competitivas no segmento de varejo a menos que tenham uma corretora on-line.

II.2.2 – Home brokers internacionais

No início, as ferramentas de negociação on-line brasileiras eram desenvolvidas por uma determinada corretora para ser usada apenas por seus clientes. Portanto, cada corretora física que quisesse dispor de um home broker, deveria desenvolver a ferramenta de negociação. Mais tarde, algumas corretoras se juntaram para desenvolver uma única plataforma de negociação. Ao acessá-la, cada investidor deveria escolher através de que corretora desejava investir desde que fosse cadastrado na mesma. Hoje as corretoras foram ainda mais longe. Elas integram softwares que permitem o acesso de investidores do mundo a corretoras de diversos países. Um único home broker serve a diversas corretoras em todo o mundo. Por um

lado, as corretoras brasileiras se posicionam lado a lado às corretoras internacionais. Por outro lado, os investidores passam a acompanhar os principais ativos de cada país e acompanham ao mesmo tempo suas posições em diferentes corretoras, além de diversas outras vantagens como, por exemplo, através do site americano *Medved Quote Tracker*. Certamente, esse é um grande avanço para o mercado financeiro brasileiro pois dessa forma, ele pode se inserir no mercado internacional da forma mais prática e rápida, a Internet.

III.3 – Integração das bolsas

III.3.1 - Fusão das bolsas brasileiras

Se ao longo dos últimos anos o perfil do mercado financeiro sofreu tantas mudanças, podemos nos perguntar qual é o futuro das corretoras. Sabemos que os avanços tecnológicos permitiram a integração dos mercados, mas foi preciso aliá-los a idéias novas e diversos acordos para gerar uma integração real entre as diversas bolsas do mundo. Dentro dessa lógica, a bovespa e a BMF estão desenvolvendo formas de transpor os limites impostos por fronteiras e superar as diferenças nas legislações de diferentes países para que o acesso ao mercado de ações seja o mais amplo possível.

A evolução do mercado interno começou com a assinatura dos acordos de integração, que uniram as Bolsas de Valores de São Paulo, do Rio de Janeiro, de Minas, Espírito Santo, Brasília, do Extremo Sul, de Santos, da Bahia-Sergipe-Alagoas, de Pernambuco e Paraíba, do Paraná e a Bolsa Regional, o mercado de valores mobiliários está integrado, em âmbito nacional, com a participação de Sociedades Corretoras de todas as regiões do país. A BOVESPA passou a concentrar toda a negociação com ações, enquanto a Bolsa do Rio é a responsável pelas transações de títulos públicos. As outras Bolsas regionais mantêm as atividades de

desenvolvimento do mercado e de prestação de serviços à praça local. Dessa forma, o Brasil passou a ter um centro único de liquidez e uma representatividade importante dentro do Mercado Global. Além disso, importantes ganhos de produtividade foram obtidos, uma vez que todas as Bolsas passaram a ter um único sistema de negociação, de telefonia, de liquidação e custódia.

III.3.2 – Acordos da Bovespa

Hoje assistimos a um próximo passo. Torna-se cada vez mais comum vermos as grandes empresas lançarem suas ações em diversos países. No entanto, os custos de transação para comprar e vender ações em outro país ainda podem ser muito altos. A solução mais recente encontrada pelas bolsas de valores foi firmar acordo fazendo com que os custos se tornem próximos ou iguais aos de transacionar dentro do seu próprio território. Isso é interessante para as duas partes que podem suprir a falta de poupança interna, gerando um fortalecimento do mercado interno e novos investimentos. Para as corretoras há maiores chances de rentabilidade com maior número de transações.

O primeiro contato do Brasil com essa nova tendência acontece através da Federação Ibero-Americana de Bolsas (FIAB) que está desenvolvendo o projeto de integração dos mercados de capitais da América latina.

Em um primeiro momento foi firmado um acordo entre Brasil e México no qual os dois países tentam formular um projeto cujo objetivo é solucionar os entraves regulatórios existentes, com alteração mínima da legislação vigente nos dois mercados, de forma que possa ser utilizado como modelo para as demais bolsas da região. A expectativa é de que a integração entre os mercados brasileiro e mexicano seja implementada no início de 2006 permitindo que um investidor mexicano possa, a partir de seu país, ter acesso às ações de empresas brasileiras negociadas no Brasil

e, ao mesmo tempo, os investidores brasileiros poderão investir em ações de empresas mexicanas listadas na Bolsa do México.

Mas em um segundo momento, o projeto pretende integrar as bolsas da Argentina, Brasil, Colômbia, Chile, Bolívia, Costa Rica, Equador, El Salvador, México, Panamá, Uruguai, Venezuela e Peru, com o objetivo de promover a harmonização das regras para ofertas públicas e o reconhecimento mútuo das ações registradas nas bolsas dos vários países da região. Serão também dirigidos esforços para a criação de um sistema de divulgação de informações de empresas comum a todos os mercados.

III.3.3 – Acordos da BM&F

Enquanto a Bovespa esta firmando acordos internacionais para negociação de ações, a Bolsa de Mercadorias e Futuros faz movimentos em direção à negociação internacional de commodities. Hoje a bolsa já conta com escritórios em diversos lugares do mundo como Nova York e Xangai e alguns acordos com outras bolsas do mundo.

O processo de internacionalização da BMF vem se desenrolando desde 1999, com a aprovação de todas as mudanças necessárias para a internacionalização dos mercados agropecuários pelo Conselho Monetário Nacional por meio da Resolução 2622.

Assim, a especificação de todos os contratos agropecuários foi remodelada, a fim de denominá-los em dólares dos Estados Unidos e liquidá-los mediante entrega física das mercadorias-objeto. Para tornar exequível sua liquidação financeira em moeda estrangeira por não-residentes e em reais por residentes, a BM&F criou a Taxa de Câmbio Referencial BM&F, utilizada no fechamento do câmbio com o banco

liquidante de suas operações em Nova Iorque, o Citibank. Para tanto, a Bolsa passou a coletar diariamente, junto às principais instituições do mercado de câmbio, ofertas firmes de compra e de venda de dólar para entrega pronta em D+2, ajustando seu resultado para D+1 pelo custo da *Libor* e do CDI. Como subproduto, a Taxa de Câmbio Referencial tornou-se benchmark de mercado e poderá ser usada até mesmo como ativo referencial em novos derivativos.

O projeto exigiu também a transformação do Escritório da BM&F em Nova York, antes voltado apenas às atividades de fomento, em uma unidade operacional, para dar suporte aos investidores estrangeiros, principalmente quanto às atividades de liquidação e controle.

Foi também desenvolvido, em conjunto com o banco liquidante, todo um projeto de liquidação financeira, recebimento de garantias e controle de sub contas de Membros de Compensação, Corretoras e, notadamente, clientes, tendo em vista que a BM&F se incumbiu da tarefa de receber e pagar os valores junto aos clientes finais, evitando, assim, a necessidade de seus membros manterem estrutura operacional no Exterior.

Buscando iniciar um trabalho de médio e longo prazo de abertura de oportunidades para as Corretoras brasileiras na China, a BM&F inaugurou um escritório na cidade de Xangai, na china, em maio de 2004. O objetivo deste escritório, é dar aos corretores associados uma base de apoio na região asiática, como ponto de fomento de negócios e oportunidades. O escritório também abriga representação dos governos de São Paulo, Mato Grosso, Mato Grosso do Sul e Minas Gerais, que utilizam o escritório da BM&F em Xangai como ponto logístico para apoiar suas ações comerciais naquele país. Farto material em chinês foi produzido pela BM&F para o escritório em Xangai e um site em chinês também está no ar

desde o início da programação de evento da Bolsa na China (<http://www.bmf.com.br/indexchines.asp>). A aproximação com a China resultou na assinatura de dois convênios de cooperação técnica da BM&F com:

- a bolsa de futuros de Xangai (SHFE), em maio, em Xangai, envolvendo o treinamento de dois de seus funcionários em diversas áreas da BM&F;
- a bolsa de futuros de Dalian (DCE).

Em junho de 2004, o escritório de Xangai contribuiu para as negociações pertinentes ao embargo do comércio de soja brasileira entre a Administração Geral de Supervisão, Inspeção da Qualidade e Quarentena (AQSIQ), da República Popular da China, e o governo brasileiro, representado pelo Secretário de Saúde e Inspeção Animal e Vegetal do Ministério da Agricultura, com a participação do Governador do Rio Grande do Sul.

Seguindo estratégia de atuação que procura fortalecer a imagem e da BM&F além das fronteiras do território nacional, a Bolsa também procura estabelecer relacionamento produtivo com os mercados dos países do Mercosul, começando pela Argentina. Os representantes das bolsas de Rosário, da Rofex e da BM&F, analisaram a viabilidade de um mercado de soja e derivados entre a bolsa brasileira e as argentinas. Esse projeto, ao qual também se engajou a bolsa de Dalian, tem em vista o representativo comércio bilateral de soja existente hoje entre China e América Latina e a necessidade de se elevar a eficiência das operações de hedge, diante do deslocamento do processo de formação de preços dos Estados Unidos para a América do Sul.

Alem disso, a Bolsa de mercadorias tem o projeto de desenvolver uma parceria com as bolsas de Nova York (Nybot) e de Chicago (Cbot) para desenvolver estratégias conjuntas para *cross-margining* nos mercados de café e soja. O estudo de

acordo de cooperação entre a NYBOT e a BM&F poderia trazer como elemento mais tangível uma redução das margens de garantia de ambas as praças, quando forem efetivadas operações de arbitragem.(Compra e Venda concomitantes nos dois mercados). Esta operação pressupõe um saldo zero em numero de sacas e como conseqüência poder-se-ia adotar margens reduzidas.

Outra iniciativa promissora da BMF foi criar eventos como o B.E.S.T. – Brasil: *Excellence in Securities Transactions* que acontece nos principais centros financeiros da Europa, no Brasil e em Nova Iorque. Tal iniciativa permitiu reunir, em um só evento, bolsas e reguladores brasileiros, levando ao mercado norte-americano (fundos de pensão, hedge funds, investidores institucionais, custodiantes e corretores) informações sobre a estrutura das bolsas e das *clearings* no Brasil, a reestruturação do Sistema de Pagamentos Brasileiro, a nova legislação para investidores internacionais, bem como os procedimentos e as regulamentações para sua operação nos mercados locais, além de demonstrar o nível em que o mercado brasileiro se encontra. Um site foi desenhado especificamente para que esses assuntos possam ser oferecidos ao público do evento de forma dinâmica e interativa: www.bestbrazil.org.

III.3.4 – Acordos entre outras bolsas do mundo

A integração entre bolsas é uma tendência internacional. Hoje, diversas bolsas do mundo negociam acordos, seja para intercambio de informações e produtos, seja para a formação de blocos. Essa realidade está especialmente presente entre as bolsas de futuros. Podemos ressaltar alguns países que rumam para essa interação. Um dos principais exemplos, é a intenção de troca de informações acerca de novos produtos e mudanças nos contratos e métodos de negociação, que aconteceria entre a Chicago Board of Trade (CBOT), a Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE)

e a Tokyo Grain Exchange (TGE). Dentro dessa mesma tendência, a Moscow Interbank Currency Exchange (Micex) e a Vienna Exchange (WBAG) têm um acordo para cooperação na criação e disseminação de índices de ações. Por outro lado outras bolsas se aliam com a intenção a intenção de alimentar a eficiência e o poder de barganha. A Tokyo Commodity Exchange (Tocom) e a Taiwan Futures Exchange (Taifex), têm como objetivo desenvolver áreas de cooperação e oportunidades de negócio para aumentar a liquidez, a eficiência e a integridade de ambos os mercados, e estudar o estabelecimento de procedimentos de comunicação e de troca de informações. Já a Labuan International Financial Exchange (LFX) e a International Islamic Financial Market (IIFM) têm o intuito de desenvolver o mercado de capitais islâmico com apelo internacional, implementando canais de comunicação e troca de informações e colaborando para a criação de um ativo mercado secundário para instrumentos financeiros locais. Finalmente, Portugal e Espanha pretendem desenvolver um mercado Pan-europeu de eletricidade, conhecido como Mibel, que permitirá que os investidores comprem e vendam eletricidade em qualquer um dos dois países.

Conclusão

Ainda que o mercado financeiro brasileiro seja pouco desenvolvido se comparado a grandes mercados como o americano ou o europeu, vimos que o volume de negócios está em franca expansão. A cada ano aumenta o número de emissões de títulos de renda fixa e há mais negócios na Bovespa. Além disso, os investidores brasileiros enviam um volume crescente de recursos para os mercados internacionais. Dentro dessa realidade, as corretoras on-line atraem um número crescente de pequenos investidores mas também criam novos meios de fidelizar seus clientes, mesmo em um mercado extremamente competitivo. Por um lado, as grandes corretoras passaram a oferecer diversos tipos de produtos financeiros nacionais e internacionais, como é o caso da Ágora Senior, por exemplo, ocupando parte do mercado de Asset Management e Distribuidoras de Valores. Por outro lado, elas tornam as negociações financeiras mais simples e mais baratas através das ferramentas de negociação on-line. Finalmente, as corretoras começam a penetrar o mercado internacional com home brokers internacionais e o desenvolvimento de acordos entre as bolsas brasileiras e importantes bolsas em todo o mundo. Com esse passo, o mercado de capitais brasileiro se volta para o mercado externo e se insere no que parece ser uma forte tendência de unificação. Se existe de fato a tendência manifesta da formação de pequenos blocos em nível mundial como, por exemplo, o acordo entre bolsas da América latina ou entre bolsas de países islâmicos, isso poderia nos levar a pensar, numa projeção futura, quão longe irá essa tendência e se estamos caminhando para um ponto de integração total, até que todas as negociações possam ser realizadas por um conjunto de bolsas mundiais.

Referências bibliográficas

- Sites da Internet :

www.bovespa.com.br

www.cvm.gov.br

www.andima.rtm

www.bmf.com.br

www.bcb.gov.br

www.nyse.com

www.tesouro.fazenda.gov.br

- John C. Hull – Opções, futuros e outros derivativos (São Paulo: BMF, 2003)
- Eduardo Fortuna – Mercado financeiro – Produtos e serviços (Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002)
- Fabozzi, Frank J. – Mercados, Análises e Estratégias de Bônus (Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000)
- Haddad, C.L.S. – Experiência internacional e desafios para o mercado de capital e crescimento econômico, lições internacionais e desafios brasileiros. (São Paulo: Anbid, 2005)
- Cavalcante, Francisco - Mercado de Capitais (São Paulo: Elsevier, 2001)
- Bessada O., Barbedo C., Araújo G. – Mercado de Derivativos no Brasil (Rio de Janeiro: Record, 2005)