

# TOP

---

# ANÁLISE DE INVESTIMENTOS

---



Comissão de Valores Mobiliários





**Associação de Analistas e Profissionais  
de Investimentos no Mercado de  
Capitais do Brasil APIMEC BRASIL**

**Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**

---

# **ANÁLISE DE INVESTIMENTOS**

---

**Histórico, Principais Ferramentas e Mudanças  
Conceituais para o Futuro**

**2ª edição**

**Rio de Janeiro  
Comissão de Valores Mobiliários**

**2025**

Convidamos os leitores a entrarem em contato conosco para o envio de sugestões e dúvidas sobre este material.

Gerência de Educação e Inclusão Financeira – GEIF  
Superintendência de Orientação aos Investidores e Finanças Sustentáveis – SOI  
Comissão de Valores Mobiliários  
Rua Sete de Setembro 111, 3º andar CEP 20.050-901 – Rio de Janeiro/RJ  
[geif@cvm.gov.br](mailto:geif@cvm.gov.br)  
[www.gov.br/investidor/](http://www.gov.br/investidor/)

2ª edição  
Abril  
2025

Análise de investimentos: histórico, principais ferramentas e mudanças conceituais para o futuro / Associação de Analistas e Profissionais de Investimentos no Mercado de Capitais do Brasil – APIMEC Brasil; Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2025 Segunda Edição.

205p. : il.

1. Análise de investimentos. 2. Mercado de capitais-Histórico. 3. Princípios contábeis. 4. Governança corporativa. I. APIMEC Brasil. II. CVM.

CDD – 332.6322

© 2025 - Comissão de Valores Mobiliários

Todos os direitos reservados e protegidos pela Lei nº 9.610, de 19 de fevereiro de 1998.

Este livro é distribuído nos termos da licença Creative Commons Atribuição - Uso não comercial - Vedada a criação de obras derivadas 3.0 Brasil. Qualquer utilização não prevista nesta licença deve ter prévia autorização por escrito da Comissão de Valores Mobiliários.

## **Comissão de Valores Mobiliários**

### **Presidente - PTE**

João Pedro Nascimento

### **Diretores**

Joao Carlos de Andrade Uzeda Accioly

Marina Palma Copola de Carvalho

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

### **Superintendente Geral - SGE**

Alexandre Pinheiro dos Santos

### **Superintendente de Orientação aos Investidores e Finanças Sustentáveis - SOI**

Nathalie de Andrade Araujo Matoso Vidual

### **Gerente de Educação e Inclusão Financeira - GEIF**

Paulo Roberto Portinho de Carvalho

### **Analistas da SOI/GEIF**

Thiago Alonso Erthal Salinas

Philip Araujo Silberman

Jonathan Moura Vidal

Eloisa de Almeida Pinto

### **Realização**

APIMEC Brasil

Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

### **Comitê Consultivo de Educação**

Associação Brasileira das Companhias Abertas — ABRASCA; Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais — ANBIMA; Associação Brasileira de Criptoeconomia — ABCripto; Associação Brasileira de Planejamento Financeiro — PLANEJAR; Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital — ABVCAP; Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais — APIMEC Brasil; Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias — ANCIRD; B3 S.A. — Brasil, Bolsa, Balcão; Instituto Brasileiro de Governança Corporativa — IBGC e Instituto Brasileiro de Relações com Investidores — IBRI.

## **Colaboradores das edições anteriores e desta edição**

ABRASCA: Alexandre Fischer, Ana Paula Marques dos Reis, Artur Boaretto e Cássio S. Namur.

ANBIMA: Fabiola Benotti, Marcelo Billi, Patrícia Santos, Tatiana Itikawa e Thais Pessoa.

ANCORD: Guilherme Marconi Neto e José David Martins Junior.

APIMEC Brasil: Aloisio Vileth Lemos, Bruno Fernandes, Eduardo Matsura, Eduardo Werneck Ribeiro de Carvalho, Fabricio Ambrosio, Francisco Dórtico, Gustavo Martellotta, Haroldo Levy, Hélio Darwich, Leandro Martins, Lucy Sousa, Mara Limonge, Marco Antonio Penteado, Marco Saravalle, Maria Eugenia dos Santos Buosi, Ricardo Coimbra, Ricardo Martins, Roberto Gonzalez, Tatiana Assali, e Vinicius Correa e Sá.

B3: Arthur Vieira de Moraes, Bruna de Caro, Carlos Affonso, Christianne Bariquelli, Daniela Norcia, Gustavo de Souza e Silva, José Alberto Netto Filho, Mariana Botega, Marina de Carvalho Naime e Patrícia Quadros.

CVM: Eloisa de Almeida Pinto, José Alexandre Vasco, Júlio César Dahbar, Luis Felipe Marques Lobianco, Marcelo Gomes Garcia Lopes, Nathalie Vidual e Paulo Roberto Portinho de Carvalho.

IBGC: Adriane C. S. de Almeida, Ana Paula Iervolino, André Celestino Tenório de Oliveira, Daniela Rede Barreto Amaral, Eduardo Mattos, Luiz Fernando Dalla Martha, Luiz Fernando Rudge, Rodrigo Jorge de Lima e Rodrigo Miguel Trentin.

IBRI: Elizabeth Piovezan Benamor, Jennifer Almeida, Luiz Roberto Cardoso e Rodney Vergili.

PLANEJAR: Marcia Belluzo Dessen e Myrian Lund.

## **Diagramação**

Leonardo Carneiro Costa - Assessoria de Comunicação Social (ASC/CVM)

## **Agradecimento**

Agradecemos a todos os colaboradores da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), da Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA), da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC NACIONAL), da Brasil Bolsa Balcão (B3), do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI) e da PLANEJAR – Associação Brasileira de Planejamento Financeiro, que contribuíram, direta ou indiretamente, na revisão desta 2ª edição do Livro TOP Planejamento Financeiro Pessoal

Esta obra é disponibilizada de acordo com os termos da licença Creative Commons Atribuição - Uso não comercial - Vedada a criação de obras derivadas 3.0 Brasil (by-nc-nd)



**Tem o direito de:**

**Compartilhar** – reproduzir, distribuir e transmitir o trabalho

**De acordo com as seguintes condições:**



**Atribuição** – Tem de fazer a atribuição do trabalho, da maneira estabelecida pelo autor ou licenciante (mas sem sugerir que este o apoia, ou que subscreve o seu uso do trabalho).



**NãoComercial** – Não pode usar este trabalho para fins comerciais.



**Trabalhos Derivados Proibidos** – Não pode alterar ou transformar este trabalho, nem criar outros trabalhos baseados nele.

Esta é uma descrição simplificada baseada na licença integral disponível em:  
[creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/br/legalcode](http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/br/legalcode)

## **LIVRO DE DISTRIBUIÇÃO GRATUITA. VEDADA A SUA COMERCIALIZAÇÃO**

A versão eletrônica deste livro pode ser obtida gratuitamente em:

[www.gov.br/investidor/](http://www.gov.br/investidor/)

[www.gov.br/cvm](http://www.gov.br/cvm)

Este livro foi elaborado com finalidade educacional. Sua redação procura apresentar de forma didática os conceitos relacionados aos temas aqui abordados. Os exemplos utilizados e a menção a serviços ou produtos financeiros não significam recomendação de qualquer tipo de investimento.

As normas citadas neste livro estão sujeitas a mudanças. Recomenda-se que o leitor procure sempre as versões mais atualizadas.

As opiniões, conceitos e conclusões existentes nesta publicação e de seus colaboradores não refletem, necessariamente, o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários ou de quaisquer das instituições integrantes do Comitê Consultivo de Educação.

## Realização:

---



## Organização:

---

COMITÊ  
CONSULTIVO  
DE EDUCAÇÃO

---



## MENSAGEM DO PRESIDENTE

---

O lançamento desta nova edição do livro TOP “Análise de Investimentos”, elaborado pela APIMEC, entidade membro do Comitê Consultivo de Educação da Comissão de Valores Mobiliários, representa um passo importante na atualização e no aprofundamento conceitual e metodológico relacionados à análise de investimentos no Brasil.

Esta nova edição retoma e expande as discussões iniciadas na primeira publicação, oferecendo aos leitores um panorama abrangente sobre a evolução histórica, os fundamentos técnicos e os desafios contemporâneos enfrentados pelos profissionais da área. A obra busca, não apenas apresentar as principais ferramentas utilizadas por analistas, como também integrar temas essenciais à tomada de decisão responsável no mercado de capitais, incluindo aspectos contábeis modernos, análise técnica e fundamentalista, e, de maneira cada vez mais relevante, os fatores ambientais, sociais e de governança (ASG).

Este livro também constitui uma base de referência fundamental para os cursos do Programa TOP, promovidos pelo Comitê Consultivo de Educação, que alia conteúdo técnico qualificado à experiência prática de especialistas do mercado. O programa já capacitou centenas de professores universitários para que, como multiplicadores, possam disseminar os conhecimentos e conteúdos relacionados ao Mercado de Capitais.

Assim como as demais publicações da série TOP, esta obra está disponível gratuitamente, sob licença Creative Commons, sendo, portanto, autorizada sua livre impressão, reprodução e utilização, desde que sem fins comerciais. Acreditamos que a democratização do conhecimento é um vetor essencial para o desenvolvimento de uma sociedade mais consciente e preparada para suas decisões financeiras.

Esta obra, assim como sua atualização, é fruto da parceria entre a CVM e a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC Nacional), que contou, ainda, com o apoio essencial dos demais membros do Comitê Consultivo de Educação — entre eles, a Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA), a Associação Brasileira de Criptoconomia (ABCRIPTO), a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP), a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (ANCORD), a B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO, o Instituto Brasileiro

de Governança Corporativa (IBGC), o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI) e a Associação Brasileira de Planejamento Financeiro (PLANEJAR) —, que vêm se dedicando à missão de promover e apoiar iniciativas educacionais que elevem os níveis de educação financeira da população brasileira.

Diante de um cenário em constante transformação — impulsionado pelas inovações tecnológicas, pelo amadurecimento institucional e pela crescente valorização dos fatores socioambientais —, convido todos os leitores a explorarem esta nova edição, certo de que ela será uma aliada essencial na formação de profissionais mais preparados e de investidores mais conscientes.

Boa leitura!



**João Pedro Nascimento**

Presidente da CVM

## INTRODUÇÃO

---

O Programa TOP da CVM é orientado para programa de treinamento de professores e é executado duas vezes ao ano visando difundir e atualizar os conhecimentos sobre a estrutura do mercado de capitais no Brasil. O Livro Top foi concebido como uma consequência natural do Programa Top quando se constatou a necessidade de consolidar as informações das instituições integrantes do Programa TOP que está em sua 16<sup>a</sup> edição.

O Livro Top CVM teve sua primeira edição em 2013 e já está na 3<sup>a</sup> edição. Desde 2014, o Comitê Consultivo de Educação recomendou que cada instituição integrante do Comitê elaborasse seu Livro Top. Desde então já foram elaborados o “Livro Derivativos – Conceitos, Produtos e Operações”, pela BM&FBOVESPA, e o Livro “Da Pequena Empresa ao Mercado de Capitais”, pelo IBRI.

A APIMEC Brasil revisa agora seu Livro Top Análise de Investimentos – histórico, principais ferramentas e mudanças conceituais para o futuro” visando a difundir os conhecimentos sobre a Análise de Investimento, desde suas vertentes mais tradicionais, como a Análise Técnica, até as metodologias mais modernas que estão no caminho da integração das questões ambientais, sociais e de governança ao contexto da análise de investimentos.

O Livro Top Análise de Investimentos visa a orientar multiplicadores – objetivo primordial do Programa Top -, mas procurará a interação com o público universitário através da organização de palestras em universidades.

Ele estará à disposição no site da APIMEC Brasil e da CVM para consulta pública, podendo ser baixado gratuitamente em arquivo PDF.

Quando falamos em Análise de Investimentos, primeiramente vêm à mente perguntas como qual o ativo objeto de análise, qual o momento mais adequado para formação de posição em tal ativo e para quem estamos analisando?

É fato que existem várias correntes de pensamento, a mais antiga refere-se à Análise Técnica (inicialmente chamada de análise gráfica), que se formou, de fato, a partir das ideias do jornalista Charles Dow, após o crash de 1929 nos Estados Unidos, devido à sua preocupação com as tendências dos preços e como compreender suas oscilações no tempo. Charles Dow morreu sem ter visto a transformação de seus artigos em um arcabouço técnico coerente.

A segunda corrente da análise de investimentos teve suas raízes nas preocupações de Benjamin Graham, autor dos livros *Intelligent Investor* e *Security Analysis*, e na aprovação da Securities Act em 1933 e Securities Exchange Act em 1934, que criou a Securities and Exchange Commission – SEC orientada para o *disclosure* de informações econômico-financeiras, dentro do escopo mais amplo de fiscalização do mercado de capitais norte-americano. Os principais objetivos dessas leis podem ser resumidos nos seguintes princípios (<https://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml> ):

- empresas oferecendo publicamente valores mobiliários para investimento devem **dizer** ao público **a verdade** sobre seus negócios, os **valores mobiliários** que estão vendendo, e os **riscos** envolvidos no investimento.
- quem vende e negocia valores mobiliários – **corretores, operadores e bolsas** – deve tratar os investidores razoavelmente e honestamente, **colocando em primeiro lugar os interesses dos investidores**.

Esta corrente de pensamento foi responsável pela criação da Análise Fundamentalista de Investimentos. É interessante que, entre os profissionais de investimentos, as preocupações estavam restritas a “quem vende e quem negocia”. Mas “Verdades e Riscos” empresariais tornaram necessário o desenvolvimento do mercado de capitais com base em profissionais como contadores, analistas de investimentos, gestores de recursos de terceiros, analistas de crédito, auditores, gestores de riscos, relações com investidores, etc. na medida em que o mercado se sofisticava e exigia novos aperfeiçoamentos institucionais.

A terceira corrente refere-se à Teoria Quantitativa de Investimentos, abrangendo seleção de portfolios, objetivos de otimização de retorno e minimização de riscos e os princípios de formação do mercado eficiente. É importante ressaltar que certas correntes teóricas apenas ganharam importância, nos anos 80, a partir da evolução da informática, devido à complexidade crescente dos cálculos.

Neste século XXI, a tecnologia evoluiu ainda mais para o desenvolvimento de algoritmos de *clusterização* que facilitam bastante a formação de carteiras baseadas em princípios da otimização.

Uma quarta corrente de investidores são os usuários de metodologias mais recentes, cujo desenvolvimento foi facilitado pela evolução significativa da tecnologia da informação. São os *high trade frequency traders*, usuários de algoritmos muitas vezes bastante sofisticados que combinam as várias técnicas de análise técnica, fundamentalista e de análise quantitativa e que permitem realizar operações através de sistemas robôs operando em alta velocidade, várias

vezes ao dia, caracterizando-se como traders de curtíssimo prazo.

Uma quarta corrente de pensamento analítico acrescenta aos modelos quantitativos o impacto de valores “intangíveis”, nem sempre quantificáveis, mas que trazem a questão da “confiança” na empresa, principalmente, quando se trata de decidir sobre investimentos de longo prazo. As perguntas que devem ser respondidas para esses investidores são:

“a empresa recomendada pelos seus valores econômicos intrínsecos merece confiança considerando-se os seus princípios de governança, de relação com o meio ambiente e com as partes interessadas integrantes da sociedade (consumidores, investidores, público interno, comunidades onde a empresa atua)?

“qual o risco de geração de externalidades negativas das empresas?

“em que medida esses riscos podem criar impactos reputacionais e prejuízos diversos, com repercussões reducionistas sobre o valor de dividendos esperados?

Para este tipo de investidor, as palavras de ordem são geração de valor com mínimo risco e com geração mínima de externalidades negativas.

O futuro será marcado pelas expectativas de grandes mudanças nas estratégias empresariais, trazidas pelo comportamento da demografia, que exigirá uma previdência social mais flexível; pela revolução tecnológica do século XXI; pelas mudanças climáticas já reconhecidas pelo Acordo do Clima de Paris em dezembro de 2015; pelas novas necessidades de infraestrutura de energia renovável, mobilidade urbana e regional, de saneamento e gestão de resíduos, etc.

*Para todo esse processo de mudança, o sistema educacional deve ter um papel central e as instituições do mercado de capitais têm de estar atentas a esse processo para apoiar e estarem conectadas com as novas necessidades de formação dos jovens e de aperfeiçoamento da população, em especial daqueles com idade acima dos 50 anos duplamente atingidos pela evolução tecnológica e pela inevitável mudança na previdência social, que exigirá maior tempo de vida economicamente ativa, devido às pressões da maior taxa de longevidade.*

Voltando ao ambiente corporativo, os títulos privados estão se sofisticando, pedindo um protagonismo maior dos analistas, o que acontecerá na medida em que o Brasil retome o caminho do desenvolvimento e da necessidade de maior capital para financiá-lo. Existe atualmente uma gama de títulos (imobiliários, rurais, recebíveis, debêntures de infraestrutura) que poderá aumentar no futuro, aumentando a liquidez do mercado de títulos privados. Na área de sustentabilidade, os green bonds estão ganhando força no mundo. O

Brasil é reconhecido como um mercado de enorme potencial para esses títulos, na medida em que o reconhecimento das questões climáticas evoluírem e o mercado se reorganizar no sentido desenvolver uma demanda interna para esses tipos de papéis.

O Livro, sem embargo do interesse que possa despertar junto a outros públicos, tem conteúdo dirigido especialmente a investidores pessoas físicas e investidores institucionais com perspectiva de investimento de longo prazo. É um desafio. Os negócios de curto prazo ainda prevalecem, mas o quadro demográfico que se desenha e a esperada evolução e aperfeiçoamento de nosso ambiente econômico deverão influenciar na mudança de cultura de investidores pessoas físicas, pela consequência natural de formação de poupança no longo prazo para fins de constituição de patrimônio ou renda adicional na aposentadoria.

Com a estabilização do ambiente econômico, também os investidores institucionais deverão ampliar seus horizontes de investimento, diversificando suas carteiras – hoje muito concentradas em títulos públicos - em direção a títulos privados e instrumentos de renda variável.

A visão de longo prazo é orientada pelo maior rigor nas escolhas dos investimentos. A melhor das análises quantitativas pode ter barreiras na etapa de decisão de investidores, caso a empresa não tenha, por exemplo, políticas transparentes de remuneração de investidores, respeito ao acionista minoritário, políticas de respeito aos direitos humanos, políticas de águas, políticas de gerenciamento de risco abrangente, questões que estão se apresentando no radar de muitos investidores institucionais. Os segmentos de investidores estão se diferenciando, com maior demanda por valores corporativos intangíveis, de compreensão mais complexa e que são mais difíceis de inserir em modelos que integrem análise, recomendação e decisão de investimentos.

A APIMEC Brasil propõe-se, nesta edição do Livro, a dar uma visão de evolução histórica do mercado de capitais, do desenvolvimento metodológico da Análise de Investimentos no século XX e dos desafios de modernização no século XXI.

Em seguida, a APIMEC Brasil é apresentada institucionalmente, em sua função certificadora e supervisora das atividades dos analistas de investimento desde 2009, sob supervisão da CVM, por meio da apresentação do Ricardo Martins, Presidente da APIMEC Brasil Mara Limonge – Vice Presidente da APIMEC Brasil – Lucy Sousa – Presidente do Conselho de Administração da APIMEC Brasil - Bruno Fernandes – Superintendente de Autoregulação, dos Analistas de Valores Mobiliários.- Gustavo Beatriz Martellotta – Gerente de Supervisão e Fabricio Ambrosio – Gerente de Certificação..

Aqui é necessário fazer uma parênteses para uma explicação sobre as mudanças que a APIMEC Brasil passou entre a edição atual deste livro e a anterior, de 2017. Principalmente nos últimos quatro anos, a APIMEC Brasil (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais do Brasil) completou mais um ciclo na sua longa história, iniciada há 54 anos, quando foi fundada como ABAMEC (Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais), no dia 18 de maio de 1970, no Rio de Janeiro. Esta data também passou a marcar o Dia do Analista de Valores Mobiliários oficialmente, a partir de 2024. Não por acaso, o ano anterior, de 2023, marcou a consolidação da APIMEC Brasil como uma entidade única, de atuação em todo território nacional, e como um importante braço da CVM na supervisão e regulação das atividades dos analistas e profissionais dos mercados de capitais e mobiliário. Unir as regionais em uma só entidade era um sonho antigo. Esse ciclo começou em 2019, quando houve uma assembleia de incorporação das quatro primeiras regionais: SP, RJ, NE e DF. A regional Sul decidiu aderir em 2022. A APIMEC Brasil finalizou em 2023 sua reestruturação societária com a adesão e, consequentemente, incorporação, em outubro, da regional MG, completando o ciclo das incorporações, sendo incorporadas todas as seis regionais DF, MG, NE, RJ, SUL e SP. Em dezembro de 2023, ocorreu ainda a incorporação da APIMEC Autorregulação, que manteve sua estrutura apartada das demais áreas. Com o término da reestruturação societária a associação obteve ganhos operacionais e administrativos, valendo-se da sinergia de uma única estrutura societária

Roberto Teixeira da Costa, primeiro presidente da CVM e membro associado da APIMEC Brasil, começa o livro apresentando um Capítulo especial, em que faz uma excelente cronologia da evolução do mercado de capitais nos últimos 57 anos, terminando por dar uma rápida visão de futuro, em que reconhece a necessidade de uma visão mais abrangente dos objetivos de análise, em que os aspectos de governança têm um papel central na prestação de contas para as diversas partes interessadas das empresas.

Após essa abertura, o Livro Top está estruturado em 5 capítulos, começando pelo Capítulo I em que Juliano Pinheiro, doutor em mercado de capitais e ex-presidente da APIMEC Minas faz um resumo das principais turbulências nos mercados de capitais, desde a tulipomania até os dias de hoje, e da evolução da análise de investimentos no mundo a partir das origens da análise Técnica, no início do século XX e da análise fundamentalista desde o crash de 1929, que mudou a forma os investidores passaram a lidar com o mercado de capitais, um processo ainda em evolução.

No capítulo II, Eduardo Matsura, engenheiro e analista técnico credenciado pela API-MEC Brasil, abordará os princípios da Análise Técnica de Investimentos, uma metodologia tradicional, que está em permanente aperfeiçoamento, utilizando-se também de conceitos estatísticos na explicação das tendências de preços e volumes.

O capítulo III, escrito pelo Professor Eliseu Martins, ex-Diretor da CVM, associado da API-MEC Brasil, professor da USP e membro do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), órgão emissor das normas contábeis brasileiros, dá início ao contexto da análise fundamentalista, abordando os “Princípios da Contabilidade Moderna”, onde combina, de forma proficiente, a história da contabilidade com a visão de modernização trazida pelo princípio da “Essência sobre a Forma”.

No capítulo IV, é abordada a Análise Fundamentalista de Investimentos, por Marco Saravalle, associado e Diretor da APIMEC Brasil, que também colaborou na organização do livro, apresenta as principais técnicas de análise fundamentalista usadas no dia a dia dos analistas, desde a análise de cenários, passando pela análise de múltiplos até técnicas de avaliação através do fluxo de caixa descontado, entre outras.

Finalmente, Maria Eugenia dos Santos Buosi, economista e mestre em finanças, aprofundará, no capítulo V, os fundamentos da vertente moderna, em desenvolvimento desde a última década do século XX, que traz a questão da influência dos valores qualitativos ou intangíveis na capacidade de geração de valor das empresas, a partir da integração das questões ambientais, sociais e de governança corporativa à análise de investimentos (ASG). Na verdade, estes valores são o reflexo de como as empresas estão lidando com as externalidades decorrentes de suas atividades econômicas.

O Livro Top Análise de Investimentos teve contribuições de Eduardo Werneck, ex-Presidente do conselho de Administração da APIMEC Brasil, na organização do livro junto com Marco Saravalle e na elaboração do capítulo IV, de Tatiana Assali do Principles of Responsible Investments – PRI na elaboração do capítulo V, de David Navegantes – ex-Vice-Presidente da Apimec Nacional atual APIMEC Brasil e Ricardo Martins - Presidente da APIMEC Brasil.

Essa versão do Livro Top APIMEC Brasil não tem capítulos sobre derivativos pelo fato de o tema ser o objeto do Livro Top Derivativos, publicado pelo B3. Outros temas importantes, como megatendências, estratégia de alocação de recursos, seleção de carteiras por modelos quantitativos ou de segmentação (clusterização), análise de renda fixa e finanças comportamentais poderão ser inseridos em edições futuras sempre apoiada no seu objetivo de interação entre analistas e investidores.

As demandas e o feedback de analistas, investidores e outros públicos interessados é quem vão determinar como o Livro Top Análise de Investimentos evoluirá nas próximas edições eletrônicas. Agradecemos aos colaboradores, esperando que todos continuem ativos no seu desenvolvimento.

**RICARDO MARTINS**

Presidente da APIMEC Brasil

**MARA LIMONGE**

Vice Presidente da APIMEC Brasil

**LUCY SOUSA**

Presidente do Conselho de  
Administração da APIMEC Brasil



## O ANALISTA DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL

---

A atividade de analista de valores mobiliários no Brasil é regulamentada desde 2003, ano em que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – órgão que regula o mercado brasileiro de capitais – editou sua Instrução 388, que passou a disciplinar a profissão. A Associação dos Analistas e Profissionais Investimento do Mercado de Capitais – APIMEC Brasil –, fundada há mais de 40 anos - compreendendo hoje a entidade nacional e seis Regionais (Distrito Federal, Minas Gerais, Nordeste, Rio de Janeiro, São Paulo, e Sul) -, vinha oferecendo exames de certificação para o exercício da profissão mesmo antes de a Instrução 388 entrar em vigor.

A Instrução original passou por quatro modificações, em 2010, através da Instrução CVM 483/2010, que substituiu a norma original. Na esteira dessa mudança, a Apimec, por autorização do órgão regulador do mercado de capitais, além de certificadora, passou a ser também entidade fiscalizadora e credenciadora da profissão de analista de valores mobiliários.

Em 03 de maio de 2018 a CVM editou a Instrução CVM 598/2018, revogando a Instrução CVM nº483/2010, estabelecendo um novo marco regulatório no Mercado de Capitais Brasileiro, criando novas regras aos analistas de valores mobiliários domiciliados no Brasil.

A motivação da alteração se deu, devido a identificação de lacuna regulatória verificada na revisão da norma de consultoria de valores mobiliários, a qual foi identificado que algumas instituições que atuavam como “casas de análise”, possuíam o registro na CVM como Consultores de Valores Mobiliários – Pessoa Jurídica, devido não existir há época o credenciamento específico para Analista de Valores Mobiliários – Pessoa Jurídica.

Com a edição da Instrução CVM nº 598/2018, tornou obrigatório o credenciamento prévio das Pessoas Jurídicas (Instituições Integrantes do Sistema de Distribuição, ou, qualquer outra pessoa jurídica que exerça a atividade de analista de valores mobiliários) junto a entidade credenciadora – APIMEC Brasil.

Além da obrigação de credenciamento no âmbito das Pessoas Jurídicas, a Instrução CVM Nº 598/2018 criou nova seção sobre formas de comunicação, exigindo que as informações divulgadas pelo analista devem ser: verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro e ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa. Informações, comunicações e publicidade não podem conter promessa de rentabilidade futura ou assegurar/sugerir existência de garantia de resultados futuros

ou isenção de risco. Caso informações divulgadas apresentem incorreções ou impropriedades a CVM pode exigir a cessação da divulgação e a veiculação de retificações e esclarecimentos.

Houve também o aumento de 70% para 80% do percentual de analistas credenciados nas equipes de análise das Pessoas Jurídicas, e redução de 180 para 90 dias do prazo para reenquadramento desse parâmetro.

Num contexto amplo, a APIMEC Brasil atualizou os Códigos de Conduta e dos Processos, que disciplinam os julgamentos de casos de desvio de conduta, com base na Instrução CVM 598/2018, os quais os analistas (Pessoa Natural, Pessoa Jurídica / Instituição Integrante do Sistema de Distribuição), deverão aderir.

Após análise dos Códigos de Conduta e dos Processos, o Colegiado da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) autorizou por unanimidade que a APIMEC Brasil (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais do Brasil) assumisse a função de entidade autorreguladora das atividades de análise de valores mobiliários Pessoa Jurídica, conforme estabelecido na Instrução CVM 598/2018.

Em 06 de agosto de 2020 a CVM editou a Resolução CVM nº 01/2020 que renomeou atos normativos expedidos por ela, alterando a nomenclatura “Instrução” para “Resolução”. Subsequentemente, em 25 de fevereiro de 2021, a CVM publicou a Resolução CVM nº 20/2021, consolidando a regulamentação da atividade de análise de valores mobiliários – Pessoa Natural e Jurídica. A edição da Resolução CVM nº 20/2021 não trouxe nenhuma alteração material em relação a Instrução CVM nº 598/2018, sendo apenas realizada, com objetivo de seguir com a alteração da nomenclatura dos atos normativos expedidos pela CVM, em atendimento a Resolução CVM nº 01/2020.

Em síntese a APIMEC Brasil exerce as atividades de certificação e de fiscalização com base no preenchimento de requisitos técnicos previstos na Resolução CVM nº 20/2021.

A autorregulação é uma tendência firme no mercado brasileiro de capitais, desde que o regulador constate capacitação técnica e isenção das entidades representativas do mercado (normalmente entidades de classe, sem fins lucrativos) que poderiam exercê-la.

A autorregulação nem sempre é autorizada. Na área contábil, por exemplo, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) – órgão formado por entidades do setor privado, onde os reguladores são ouvintes, mas sem voto nas decisões - é encarregado de emitir as normas

contábeis brasileiras, sempre com base nas normas contábeis internacionais (IFRS), que o Brasil adotou.

Há ainda a experiência bem sucedida do Novo Mercado, segmento de negociação onde as empresas listadas comprometem-se, voluntariamente, mas com base em um contrato, a ter práticas de governança corporativa mais estritas do que aquelas previstas pela legislação.

A Resolução CVM nº 20/2021 define como analista de valores mobiliários “a pessoa natural que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes”.

Entende-se como “relatório de análise” quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento. Exposições públicas, apresentações, reuniões, conferências telefônicas e quaisquer outras manifestações não escritas, cujo conteúdo seja típico de relatório de análise, são equiparadas a relatórios de análise.

A atividade de analista de valores mobiliários pode ser exercida de três formas, quais sejam: 1) autônoma; 2) vinculada a instituições integrantes do sistema de distribuição 3) de qualquer outra pessoa jurídica que exerça a atividade de analista de valores mobiliários.

A Resolução CVM nº20/2021 prevê que o analista de valores mobiliários deve agir com probidade, boa fé e ética profissional, empregando na atividade todo cuidado e diligência esperados de um profissional em sua posição. Prescreve ainda algumas regras e algumas vedações – inclusive de negociação - com o objetivo de prevenir conflitos de interesse, seja por parte do analista, seja por parte da entidade a que esteja vinculado. Os analistas de valores mobiliários devem assinar e acatar um Código de Conduta, aprovado pela CVM, antes de se credenciarem para o exercício da profissão.

A APIMEC Brasil, em sua função de órgão de fiscalização, recebe *todos* os relatórios emitidos pelos analistas de valores mobiliários, para verificar sua adequação às condições previstas na Resolução CVM nº 20/2021. Os eventuais desvios são punidos de acordo com a gravidade da falha ou da transgressão. As penalidades compreendem, nos casos mais simples, advertência ou multa por descumprimento objetivo, podendo chegar, nos casos mais graves, à suspensão temporária ou mesmo impedimento do exercício da profissão.

Desta recepção promovem-se análises de cunho factual e qualitativo, que podem resultar em recomendações de adequações e orientações com fulcro na Resolução CVM nº

20/2021, para o aprimoramento da formulação de relatórios de análise, melhoria de processos e conduta dos analistas de valores mobiliários.

Para cumprir os requisitos da Resolução CVM nº 20/2021, do Código de Processos e do Código de Conduta do Analista, foram criados dois órgãos:

- **Comitê Consultivo de Autorregulação (CCA)** - órgão consultivo composto por analistas de valores mobiliários, especializados em análise fundamentalista é técnica, que se reúne ordinariamente uma vez por quadrimestre e, extraordinariamente, sempre que as circunstâncias exigirem.

Destacam-se como importantes realizações deste Comitê, por exemplo, a elaboração de um guia visando estabelecer as melhores práticas para a elaboração de relatórios de análise fundamentalista, editado em 13 de março de 2012; a Recomendação CCA nº 001/201, que serve de guia para a análise qualitativa dos relatórios fundamentalistas; a Recomendação nº 02/2013, que orienta os analistas quanto à utilização do indicador LAJIDA (EBITDA, na sigla em Inglês): lucro antes de juros, imposto de renda e contribuição social, depreciação e amortização, a Recomendação CCA Nº 03/2018, que visa estabelecer as melhores práticas para a elaboração dos relatórios de estratégia Long & Short, a Recomendação CCA nº 004/2022, visando estabelecer as melhores práticas para a elaboração das comunicações de cunho institucional, a Recomendação CCA nº 005/2022, visando estabelecer as melhores práticas para a elaboração de relatório de análise sobre Brazilian Depositary Receipt (“BDR”) e a Recomendação CCA nº 06/2023, visando estabelecer as melhores práticas para a comercialização das estratégias automatizadas.

- **Conselho de Supervisão do Analista (CSA)**, que orienta e supervisiona os procedimentos do trabalho de fiscalização, funcionando como instância de decisão dos processos e atuando também como órgão recursal, no caso de punições aplicadas pela Superintendência de Supervisão do Analista (SSA) aos analistas ou aos seus empregadores. O CSA realiza uma reunião ordinária por bimestre, podendo reunir-se extraordinariamente sempre que necessário.

O CSA é composto de nove membros de notório saber e reputação na área de mercado de capitais, sendo três associados à APIMEC Brasil, três profissionais independentes e três representantes de entidades de diversos segmentos do mercado de capitais. **A forma de constituição do CSA visa preservar um alto grau de isenção e independência em seus processos e decisões.**

O trabalho de todos esses órgãos é subsidiado pela atividade da Superintendência de Supervisão do Analista (SSA), corpo profissional da APIMEC Brasil voltado para a atividade de autorregulação.

A SSA tem interagido constantemente com os profissionais e as instituições que elaboram relatórios de análise, orientando-os no sentido do aperfeiçoamento dos controles internos, para evitar descumprimentos objetivos, divulgações seletivas e conteúdo inadequado

Embora os procedimentos operacionais estejam a cargo da APIMEC Brasil, especialmente através da SSA, cabe enfatizar que as decisões relativas à fiscalização são tomadas, de maneira independente, pelo Conselho de Supervisão do Analisa (CSA).

Os exames de certificação são oferecidos pela APIMEC Brasil em tempo contínuo, e são realizados em centros de teste distribuídos em praticamente todo território nacional (algo importante em um país de dimensões continentais como o Brasil).

A certificação está dividida em três categorias: CNPI para o analista fundamentalista, CNPI-T para o analista técnico e CNPI-P para o analista pleno (fundamentalista e técnico). Para obtenção da certificação o profissional deve ser aprovado nos seguintes exames:

**CB** - Conteúdo Brasileiro - fase comum para o analista fundamentalista, técnico e pleno. Uma prova com 60 questões.

**CG1** - Conteúdo Global 1 - fase para o analista fundamentalista. Uma prova com 60 questões.

**CT1** - Conteúdo Técnico 1 - fase para o analista técnico. Uma prova com 60 questões. Segue abaixo a síntese do Processo de Certificação:

A certificação é renovada a cada cinco anos, através de um programa de educação continuada, tendo o analista, alternativamente, a possibilidade de comprovação por exame ou por créditos.

**MODALIDADE A.** Estudo individual de conteúdo programático denominado CR - Conteúdo de Reciclagem (Analistas Fundamentalistas), CRT - Conteúdo de Reciclagem Técnico (Analistas Gráficos), CR-P – Conteúdo de Reciclagem Pleno (Analista Fundamentalista e Gráfico, sendo CR e CR-T compostos por trinta e seis questões de múltipla escolha cada um, com uma hora e cinquenta minutos de duração. e CR-P composto por sessenta questões de múltipla escolha, com uma hora e cinquenta minutos de duração.

A comprovação nesta modalidade deverá ser feita entre os dois últimos anos de vencimento da certificação.

A Estrutura do Conteúdo Programático do CR, CRT e CR-P será atualizada anualmente de

tal sorte a incluir os temas normativos e conceituais que tenham impacto no cotidiano dos analistas. Qualquer alteração no conteúdo será comunicada com 90 dias de antecedência.

## **MODALIDADE B.**

Comprovação de participação em cursos, seminários ou outras atividades que representem, 160 (cento e sessenta) créditos de dedicação a sua atualização profissional. Os créditos deverão ser acumulados durante 5 (cinco) anos imediatamente anteriores à data do vencimento, sendo que pelo menos 50% dos créditos (80 créditos) devem ser cumpridos nos últimos 2 (dois) anos anteriores a data final da comprovação dos créditos.

1. Os Programas de cursos, com um mínimo de 1 (uma) hora;
2. Cursos de especialização e pós-graduação (MBA, Mestrado ou Doutorado);
3. Congressos, Conferências, Investor Day, Reuniões de apresentação de resultados, Seminários, Encontros e Simpósios;
4. Aprovação nos exames contidos no Anexo A da Resolução CVM nº 20/2021;
5. Certificações listadas ([www.apimecbrasil.com.br/certificacao/pec-cnpi/](http://www.apimecbrasil.com.br/certificacao/pec-cnpi/)) que sejam adquiridas dentro do prazo de PEC;
6. A participação em fóruns e conselhos permanentes de entidades do mercado de capitais, tais como CSA, CCA, IASB, CPC, ANBIMA, IBGC e outros, com notório nível de exigência na seleção dos membros ;
7. Jogo do conhecimento.

Para requerer o cômputo dos créditos, o profissional deverá submeter, eletronicamente, o Relatório Individual PEC (disponível em [www.apimecbrasil.com.br](http://www.apimecbrasil.com.br); Certificação; PEC) com antecedência mínima de trinta dias ao vencimento da certificação e recolher a taxa vigente. A APIMEC Brasil tem o prazo de trinta dias, contados do recebimento do Relatório Individual PEC, para se manifestar, aprovando os créditos ou solicitando esclarecimentos ao profissional, que deverá atender à demanda em no máximo quinze dias contados do recebimento da solicitação da APIMEC Brasil.

O não cumprimento do Programa de Educação Continuada acarretará na Inabilitação da certificação CNPI até que seja realizada a comprovação, ficando o profissional impedido de exer-

cer a atividade de analista de valores mobiliários.

Acreditamos que a autorregulação desenvolvida dentro de parâmetros de rigor técnico, agilidade independência e isenção, como procuramos fazer na APIMEC Brasil representa passo importante na evolução de nosso ambiente de negócios, inserindo-se no contexto mais amplo de avanços necessários para dar suporte à expansão que o mercado de capitais brasileiro poderá voltar a experimentar.

**RICARDO MARTINS**

Presidente da APIMEC Brasil

**MARA LIMONGE**

Vice Presidente da APIMEC Brasil

**LUCY SOUSA**

Presidente do Conselho de  
Administração da APIMEC Brasil

**BRUNO FERNANDES**

Superintendente de Autoregulação  
da APIMEC Brasil

**GUSTAVO MARTELLOTTA**

Gerente de Supervisão da APIMEC Brasil

**FABRICIO AMBROSIO**

Gerente de Certificação da APIMEC Brasil



# SUMÁRIO

<b>ESPECIAL: O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL</b>	<b>33</b>
Cronologia nos últimos 50 anos	34
Principais características de cada fase	35
Anos 2015 e 2016	44
Olhando o futuro	47
<b>1. AS GRANDES TURBULÊNCIAS E AS CONTRIBUIÇÕES PARA A EVOLUÇÃO DA ANÁLISE DE INVESTIMENTOS</b>	<b>50</b>
<b>1.1 - As Turbulências no Ambiente de Investimentos</b>	<b>52</b>
1.1.1. Breves revisões das grandes crises	52
1.1.1.2. Crash de 1929 (Crise de superprodução e bolha financeira conjugadas)	53
1.1.2. Turbulências da década de 1990	54
1.1.2.1 Crise Japonesa (crise financeira e de subconsumo)	54
1.1.2.2 Crise do México (crise cambial-financeira)	56
1.1.2.3 Crise asiática	59
1.1.2.4 Crise russa	62
1.1.3. Turbulências no Mercosul	64
1.1.4. Turbulências dos Anos 2000	66
1.1.4.1. Crise do Subprime	67
1.1.4.2. Crise financeira europeia: crise das dívidas soberanas	73
<b>1.2. Contribuições para a Análise de Investimentos</b>	<b>77</b>
1.2.2. A Contribuição da Análise Fundamentalista	79
1.2.3. A Contribuição da Teoria de Carteira	81
1.2.4. A Contribuição da Análise Quantitativa	84
1.2.5. Outras Questões entraram em Cena	86
<b>2. ANÁLISE TÉCNICA DE INVESTIMENTOS</b>	<b>88</b>
<b>2.1. Princípios da Análise Técnica</b>	<b>90</b>
<b>2.2. Tipos de gráficos</b>	<b>92</b>
<b>2.3. Tendência</b>	<b>95</b>
<b>2.4. Suporte e Resistência</b>	<b>98</b>
<b>2.5. Figuras</b>	<b>100</b>
<b>2.6. Padrões de Candlestick</b>	<b>100</b>

<b>2.7. Médias Móveis</b>	<b>113</b>
<b>2.8. Conclusão</b>	<b>117</b>
<b>3. PRINCÍPIOS DA MODERNA CONTABILIDADE EMPRESARIAL</b>	<b>119</b>
<b>3.1. Introdução – O Princípio</b>	<b>120</b>
<b>3.2. A primeira grande guinada – os credores</b>	<b>122</b>
<b>3.3. O Nascimento da “Moderna Contabilidade”</b>	<b>123</b>
3.3.1. A quebra do princípio da entidade jurídica, substituído pelo da entidade econômica	124
3.3.2. A quebra do princípio da propriedade jurídica, substituída pelo do controle	126
3.3.3. A essência sobre a forma cresce e aparece	127
3.3.4. A influência do fisco	128
<b>3.4. A necessidade de harmonização nas normas</b>	<b>129</b>
e a criação do IASB	129
3.4.1. O Brasil	131
<b>3.5. Alguns dos pontos mais relevantes da moderna contabilidade</b>	<b>134</b>
3.5.1. Essência sobre a forma	134
3.5.2. Reconhecimento da receita	136
3.5.3. Ampliação do uso do valor justo	136
3.5.4. Concessões	138
3.5.5. Entidade – operações em conjunto	138
3.5.6. Custos de transações de capital com os sócios, subvenções, prêmios de debêntures, papel dos não controladores, ampliação da consolidação, resultado abrangente etc.	139
<b>3.6. E o futuro?</b>	<b>141</b>
<b>4. ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DE INVESTIMENTOS</b>	<b>143</b>
<b>4.1. Objetivo da Análise Fundamentalista: Conceito de Valor</b>	<b>144</b>
4.1. Atualização e Expansão do Conceito de Valor	144
4.1.1. Valor Intrínseco e Valor de Mercado	144
4.1.2. Importância dos Indicadores ESG	145
4.1.3. Análise de Cenários	145
4.1.4. Impacto da Tecnologia e Inovação	145
4.1.5. Globalização e Competitividade	145

4.1.6. Simplificação e Clareza na Comunicação	145
<b>4.2. Métodos de análise fundamentalista</b>	<b>146</b>
4.2.1. Análise Top Down	146
4.2.2. Análise Bottom-Up	147
4.2.3. Indicadores Macroeconômicos na Análise Top Down	148
Análise dos Indicadores Macroeconômicos	
4.2.4. Análise Setorial – Conectando o Macro com o Micro	151
<b>4.3. Análise Fundamentalista</b>	<b>153</b>
4.3.1. Conceitos da Análise Fundamentalista	153
4.3.2. Introdução à Análise das demonstrações financeiras	156
4.3.3 Análise de balanço	158
4.3.4 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)	160
4.3.5 Análise do Fluxo de Caixa	162
<b>4.4 Metodologia de Avaliação de Empresas</b>	<b>163</b>
4.4.1. Fluxo de Caixa Descontado (FCD)	163
4.4.2. Modelo de Gordon	167
4.4.3. Análise por múltiplos	168
4.4.4. Análise do Sistema DuPont	170
4.4.5. Análise de SWOT (em português FOFA)	171

## INTEGRAÇÃO ASG QUESTÕES AMBIENTAIS, SOCIAIS E DE GOVERNANÇA CORPORATIVA À ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DE INVESTIMENTOS

173

<b>5.1. Introdução</b>	<b>174</b>
<b>5.2. Os motivadores do debate ASG na agenda corporativa e financeira</b>	<b>178</b>
<b>5.3. Referências e Ferramentas de Análise ASG</b>	<b>184</b>
<b>5.4. Disclosure de Informações ASG</b>	<b>185</b>
<b>5.5. Taxonomias</b>	<b>188</b>
<b>5.6. Índices de sustentabilidade</b>	<b>189</b>
<b>5.7. Ratings ASG</b>	<b>191</b>
<b>5.8. Integração ASG na análise e gestão de ativos</b>	<b>192</b>
5.8.1 Renda Fixa	196
5.8.2 Renda Variável	200
<b>5.9 CBPS</b>	<b>205</b>
<b>5.10 CONCLUSÕES</b>	<b>210</b>

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

212





**ESPECIAL**

---

O MERCADO  
DE CAPITAIS  
NO BRASIL

---

Roberto Teixeira da Costa

## Cronologia nos últimos 50 anos

---

**Fase 1.** A primeira fase antecede a criação da Lei do Mercado de Capitais em 1965 (Lei 4728).

Ao seu final criam-se as Letras de Câmbio que vieram a ter importante contribuição para o financiamento da indústria automobilística, lançando um novo instrumento financeiro que veio ocupar importante espaço na aplicação do investidor.

**Fase 2.** A segunda fase nos leva de 1965 a 1971 – com a aprovação da legislação sobre Mercado de Capitais em 65 e seus desdobramentos, inclusive com o posterior DL 157.

**Fase 3.** A terceira fase compreenderia o período que vai de 1971 a 1975, um período negro para o mercado. Debacle e frustrações – um ‘quase encilhamento’.

**Fase 4.** A quarta fase inicia-se com a reforma da lei das S/A e a criação da Comissão de Valores Mobiliários - CVM em 1976.

**Fase 5.** A quinta fase é marcada com a grande crise das Bolsas em 1989 que praticamente liquidou com a Bolsa do Rio (caso Nahas), e afetou a existência do Comitê de Divulgação do Mercado de Capitais – CODIMEC, criado em 1977.

**Fase 6.** Na sexta fase, caracterizada pela predominância da institucionalização do mercado, com a marcante presença dos fundos de pensão (principalmente de estatais) e que tiveram forte impacto na privatização no futuro.

**Fase 7.** A sétima fase começa com o Plano Real, onde o Brasil viveu sensível processo de transformação, com a criação de uma moeda confiável, o Real.

**Fase 8.** A oitava fase compreendeu o período após o lançamento do Novo Mercado em 2000 e a partir da qual a Governança Corporativa começa a tomar formato mais institucional. Nessa fase aconteceu também a criação do International Accounting Standards Board - IASB em 2001.

**Fase 9.** A nona fase é do momento do “boom” do mercado que vai de 2004 a 2007, com forte participação dos investidores estrangeiros.

**Fase 10.** A décima fase é marcada pela crise financeira de 2008, que com seus desdobramentos chegam até os nossos dias, e com a surpreendente e espetacular reação do mercado em 2009.

O período que se seguiu, onde o mercado foi gradualmente perdendo espaço, e chega até os dias de hoje, será comentado no final desta fase.

## Principais características de cada fase

---

**Fase 1.** O mercado, como instrumento de captação de recursos, praticamente não existia até 1964. Tivemos algumas experiências isoladas, tendo a IBEC e Deltec como principais atores, lançando o fundo de investimento Crescinc (da IBEC - irmãos Rockefeller), que durante muitos anos foi o maior fundo de investimentos em ações na América Latina. A Deltec, na qual trabalhei de 1958 a 1965, foi a pioneira no lançamento de ações (chegou a ter cerca de 200 vendedores de ações espalhados no Norte ao Sul do Brasil), entre elas as empresas de energia elétrica LTB, Arno, Squibb, Willys Overland, Vemag, Brinquedos Estrela e entre outras. No início do ano 61, vários bancos comerciais criaram a FINASA (empresa de financiamentos), que lançou letras de câmbio para contornar a Lei da Usura e foi importante financiadora do processo de industrialização. Até então, as empresas se financiavam principalmente através de empréstimos bancários, retenções de lucros e subscrições por seus acionistas existentes (companhias fechadas).

Os maiores detentores de poupança, antes de 1961, aplicavam principalmente em imóveis. Não haviam instrumentos financeiros disponíveis, e as contas-correntes eram remuneradas a juros simbólicos. Alguns bancos ofereciam certificado de depósito de curto prazo.

A compra de moedas estrangeiras ainda não havia se difundido como instrumento de proteção a inflação, ou como forma de poupança. Só mais tarde, nos chamados anos JK, e com o impacto da construção de Brasília, houve um descontrole financeiro/fiscal, essa percepção aparece e a compra de moedas estrangeiras passa a ser mais frequente. As empresas negociadas em Bolsa lá estavam mais por razões político-institucionais, e como mecanismos proporcionadores de liquidez aos acionistas minoritários. A Bolsa não era usada regularmente como mecanismo de capitalização. O governo não tinha condições de usar o mercado como instrumento para captar recursos, pois os títulos públicos estavam desmoralizados pelo

desgaste junto aos aplicadores por não cumprirem compromissos de pagar juros devidos no prazo ou resgatá-los nos prazos de vencimento. Eram títulos para colecionadores!

**Fase 2.** O governo militar avaliou ser fundamental alterar essa situação e criar mecanismos que permitissem estimular a poupança para o investimento em ações, e outros títulos de crédito. Após a criação do Banco Central em 1965 (Lei 4595), edita a lei de Mercado de Capitais, reformadora e inovadora. Cram-se também o BNH – Banco Nacional da Habitação e surgem as Letras Imobiliárias para financiar construções. A nova legislação, entre outros temas, cria estímulos a subscrição de ações; bancos de investimentos são instituídos; criam-se obrigações reajustáveis e conversíveis para recuperação da imagem do título público com a correção monetária; abertura da Bolsa para que as corretoras de valores pudessem transferir seus títulos de propriedade dentro de um formato de maior institucionalização de mercado. Incentivos a subscrição de ações são criados.

O mercado financeiro foi então estruturado com uma subdivisão em instituições diferenciadas, cada uma com função claramente definida

O conceito era de especialização:Bancos Comerciais

- Banco de Investimentos
- Companhias de Crédito e Financiamento.
- Companhias de Crédito Imobiliário
- Corretoras de Valores Mobiliários
- Distribuidoras de Valores
- Agentes Autônomos (vendedores autorizados)

Ainda nessa fase, para estimular o mercado o governo lança o DL 157 como um incentivo para pessoas físicas investirem indiretamente em ações. Podiam descontar 12% do seu IR para aplicar em fundos de investimento, especialmente criados para aplicar no capital de empresas, que buscavam fortalecer seu capital de giro. Havia um prazo de 5/6 anos para os aplicadores resgatarem suas quotas nos fundos especialmente criados.

Até hoje discute-se se fez sentido a criação de mercado com estímulos tão poderosos, como um mecanismo indutor artificial e que teve custo elevado como a seguir constatamos.

**Fase 3.** O mercado, que subira vertiginosamente proporcionou incríveis distorções, com os incentivos concedidos e sofre uma reviravolta a partir de 1971. O reajuste nos preços, inicialmente é visto como uma correção para, a seguir, entrar em uma contínua queda. O governo fez um esforço para superar essa fase (suportando ou

pressionando gestores de fundos para não atuarem como vendedores). Convém lembrar que era a fase do que foi chamado ‘milagre brasileiro’. O governo estava eufórico: Era o Brasil grande! Porém, foi tudo em vão! A correção foi inevitável e traumática. Algumas companhias lançadas em Bolsa desapareceram (Hindi, PBK, Cromagem Tarumã, entre outras) e os investidores individuais perderam substanciais recursos e saíram do mercado traumatizados. Entramos num período de paralização de novas emissões. As cadernetas de poupança passaram a ser uma aplicação preferencial dos investidores e as aplicações de curto prazo em títulos emitidos pelo setor bancário.

#### **Fase 4.** Restauração

Após a grande ressaca, o governo Geisel, tendo Mario Henrique Simonsen como Ministro da Fazenda, efetua um inventário que aconteceu no mercado e conclui-se que 4 fatores seriam determinantes para relançar o mercado.

4.1 – Rever a Lei das S/A – A Lei 2627, dos anos 40, já não atendia as necessidades do mercado e proteção as minorias. Precisava ser reformulada.

4.2 – A criação de uma agência reguladora independente. As funções até então executadas pela GEMEC do BACEN, se mostraram insatisfatórias. Não eram as preocupações estruturais e prioritárias do BACEN, que estava centrado na proteção da moeda e no funcionamento do sistema financeiro.

4.3 – Inexistência de investimentos institucionais que pudessem agir contra- ciclicamente e atuassem como investidores de longo-prazo. Portanto, seria fundamental criar estímulos para que os fundos de pensão pudessem atuar em Bolsa e fossem força anticíclica, como investidores de longo prazo.

4.4 – Abertura de mercado para investidores estrangeiros. Ficou evidenciado que o mercado carecia de maior sofisticação e de investidores que aportassem uma visão diferenciada do mercado.

Os efeitos foram sensíveis e gradualmente o mercado foi adquirindo maior vigor credibilidade e viabilidade. Digno de registro a decisão apresentada, em 1978, pela CVM obrigando os fundos de pensão a aplicarem 25% do patrimônio em Bolsa e, posteriormente, a maior abertura de mercado para investidores estrangeiros, revogando a Lei 4131, de 1976, que limitava a participação desses investidores a atuar exclusivamente como investidores de “portfólio” (não eram participantes diretos). Na questão referente a Lei das S/A vale ressaltar na reforma a criação do Conselho de Administração obrigatório, auditoria obrigatória, dividendo mínimo, agilização

das debêntures (um capítulo à parte na nova lei das S/A).

**Fase 5.** Fator de destaque nessa 5<sup>a</sup> fase, foi a crise provocada pelo investidor Naji Nahas, que fortemente alavancado por empréstimos bancários, ele e seus seguidores compraram posições em papéis de grande liquidez em Bolsa, atuando tanto no mercado à vista como no mercado à termo. Temia-se que o investidor fosse provocar um “corner” no mercado, em outras palavras, ser dono de posições tão relevantes que comandassem os preços em Bolsa, além da posição relevante no capital das empresas. Proibido de operar em São Paulo, transferiu suas operações para o Rio. Mais tarde, com suas garantias estouradas, junto aos Bancos com os quais operava, soltou cheque sem fundos equivalente a USD 32 milhões na época, que levou o investidor a debacle, como também as corretoras que o financiavam. Em consequência a Bolsa do Rio, praticamente faliu, e importantes corretoras ficaram insolventes. Mais tarde algumas corretoras chegaram a fechar e medidas foram tomadas para fechar o mercado de opções e de índices na Bolsa do Rio, sendo restabelecido poucos meses depois.

**Fase 6.** Essa fase que vai até o ano 2000, é marcada por uma forte presença institucional dos fundos de pensão em Bolsa e no mercado de novas emissões. O trauma provocado por Naji Nahas afugentou novamente os investidores em ações. Nada parecido com o que aconteceu a partir de 1971, mas certamente afetou o mercado. As operações no mercado de emissões primárias foram fortemente concentradas nos fundos de pensão. Diferentemente do que vimos no “boom” dos IPO’s a partir de 2004, não tivemos operações importantes, sem a participação dos fundos de pensão atuando institucionalmente. A participação dos investidores individuais não foi relevante e algumas empresas partiram para emitir ações nas aberturas de capital (IPO’s), na Bolsa de Nova Iorque através dos ADR’s - American Depository Receipt : Aracruz, AMBEV, Ultra, CBD, Vale (antiga CVRD), entre outras.

**Fase 7.** A convivência do mercado de capitais com altas taxas de juros, em que o estado era o grande tomador de recursos, sempre foi uma parada indigesta para o mercado de renda variável. Também, a inexistência de uma moeda confiável encurtava o horizonte temporal dos investidores incapacitados de projetar o futuro sem confiança na moeda. Efetivamente, sem moeda credível ficava impossível ter previsibilidade, elemento essencial para que os investimentos pudessem projetar o futuro e tomar decisões de longo prazo.

O sucesso do plano Real foi fator determinante para o mercado de capitais, vindo a viabilizar operações de longo prazo. É certamente um marco na evolução do mercado no Brasil. Motivados pelas novas condições de mercado de capitais, voltaram a funcionar bancos

de investimento independentes: Itaú BBA (2003), BBI, Garantia, Pactual (hoje BTG) e Fator, entre outros. Tinham-se criado condições para o Brasil voltar a contar com um mercado de capitais como instrumento para o desenvolvimento. Inicia-se também um processo que permitiu ao país conquistar credibilidade no exterior, funcionando como fator de atração de investimento e, mais tarde, bancos de investimentos americanos e europeus também passaram a atuar agressivamente no mercado, juntamente com fundos de investimento (principalmente os “hedge funds”). Lembremo-nos mais uma vez que uma das características básicas do funcionamento eficiente para o mercado de capitais é o fator previsibilidade. Tanto para os aplicadores dos títulos de dívida de longo prazo como para as ações, ter elementos convincentes para projetar o futuro, é fundamental para aqueles que estão dispostos a abrir mão da comodidade de aplicar no curto prazo com rendimento segurado para assumir riscos de um futuro que, por definição, será sempre de muitas incógnitas.

Assim, em diferentes períodos que antecederam o Plano Real tivemos várias iniciativas que buscavam debelar uma inflação que criava incríveis distorções na gestão da economia, no cotidiano da sociedade, além de efeitos perversos sobre a renda dos assalariados de menor poder aquisitivo, pois os salários recebidos no início de um período não compravam ao seu final os mesmos bens e serviços quando do seu início.

Portanto, o encurtamento do horizonte temporal marcava seu efeito perverso não só para aqueles que estavam dispostos a investir à longo prazo, mas também para aqueles que viviam de salários.

Assim, o Plano Real inicialmente recebido com certo ceticismo, tornou-se um instrumento de confiança para que assalariados e investidores pudessem olhar o futuro como o horizonte de uma confiabilidade, até então perdida.

**Fase 8.** Nessa 8<sup>a</sup> fase destacamos fatos marcantes. No Brasil a criação do Novo Mercado lançado pela Bovespa. Seu objetivo muito claro e ambicioso: um segmento especial de empresas negociadas na Bolsa em São Paulo que oferecessem condições especiais aos

investidores. As empresas seriam classificadas em função de certos parâmetros prefixados. Partia-se de um princípio: prestigiar nesse segmento preferencialmente aquelas empresas dispostas a dar tratamento diferenciado aos seus acionistas. Em algumas empresas os acionistas eram vistos como investidores de 2<sup>a</sup> classe, com direito a um dividendo preferencial, mas sem poderes de representação junto as empresas. A facilidade de as empresas emitirem até 2/3 do capital em preferenciais era muito confortável para os acionistas controladores. Posteriormente foi alterado para 50/50.

A ideia básica, através da adesão a certos parâmetros, era de criar condições para investidores, tais como ‘tag along’, integral, ‘float’ mínimo, ações ordinárias num dos segmentos, e a câmara de arbitragem para resolver eventuais pendências.

O Novo Mercado foi recebido com ceticismo pelo mercado e muitos acreditavam que não teria sucesso.

No entanto, na retomada do mercado a CCR e a Natura deram o exemplo e mais tarde no grande “boom” de lançamentos primários e secundários. A partir de 2004, quase todas as emissões foram feitas nas regras do Novo Mercado! Estavam lançadas as bases para uma nova fase da Bolsa.

Certamente nessa dimensão da relevância do Novo Mercado, criaram-se condições para maior conscientização e favoráveis no mercado da relevância da Governança Corporativa.

À medida que o mercado de capitais mudou de escala, associado ao sucesso no combate à inflação, seria perfeitamente cabível que os investidores de longo prazo, que tinham na Bolsa de Valores um dos principais, se não o mais importante, instrumento de aplicação de seus recursos, demandavam que o tratamento que lhes era dispensado pelas companhias abertas fosse aprimorado.

Sucessivas reformas empreendidas na legislação societária, que datava de 1976, coincidindo com a criação da Comissão de Valores Mobiliários -CVM -, vieram atender sugestões dos agentes de mercado, e assim progressivamente aperfeiçoar seus mecanismos que, sem tirar a liberdade criativa das empresas, oferecessem maior proteção e transparência em benefícios dos acionistas minoritários.

Como seria previsível, de um lado a crescente importância dos investidores institucionais nacionais em Bolsa, notadamente fundos de pensão, e do outro a presença cada vez maior de investidores externos, principalmente dos Estados Unidos e do Reino Unido, buscaram acelerar novos procedimentos no relacionamento das sociedades negociadas em Bolsa com seus acionistas, e que passaram em larga escala a fazer parte dos procedimentos praticados em seus países de origem.

Passamos a constatar que demandas de investidores locais seguiam regras em vigor nos mercados desenvolvidos, como a de maior transparência, melhor qualidade na informação disponível, busca de equidade nas transferências de controle, maior presença nos Conselhos de Administração e em Conselhos Fiscais.

No campo contábil, também em sequência, registrou-se importante fato com a criação do International Accounting Standards Board (IASB), lançado ao final dos anos 90 pela iniciativa de legisladores, empresários e financistas, principalmente norte-americanos e europeus. Em função da crise financeira que assolou os países asiáticos entre 1997 e 1999, concluíram a importância de criar padrões contábeis de aceitação universal, e, que pudessem convergir com o padrão do US GAAP, desenvolvido pela FASB -Financial Accounting Standards Board e adotado pelas empresas com ações negociadas na NYSE.

Sobre o IASB, lembraria também que inicialmente sua aceitação foi difícil. A forte prevalência do sistema FASB americano (USGAAP) criava sérias dúvidas quanto a sobrevivência de um sistema que pudesse conviver com ele. Ainda antes como dissemos, as diferenças são marcantes: um baseado em princípios (IASB) e outro em regras (FASB). Parece pouco mas é de fundamental importância, pois obrigavam os reguladores a terem instrumental da ética como fator decisório.

O escândalo do caso ENRON certamente acabou dando uma nova importância ao IASB, onde ficou evidente que o sistema americano tinha grandes brechas. Foi editada a SOX (Lei Sarbanes Oxley) que como dissemos, com novas exigências para as empresas negociadas na NYSE (maiores controles internos, comitê de auditoria independente e etc). Tornou-se obrigatória adoção do sistema International Financial Reporting Standards - IFRS pelas empresas da comunidade europeia, fator fundamental para sua divulgação e aceitação. A eles vieram a associar-se, seja por declarações explícitas ou por adesão efetiva, países asiáticos: Japão, China, Índia, Austrália, Nova Zelândia, tem grande relevância. Outro fato marcante foi a decisão da SEC em aceitar o padrão IFRS para empresas que eram negociadas na New York Stock Exchange - NYSE (não tinham muita escolha, pois estaria havendo uma debandada de empresas, eliminadas sem registro naquela Bolsa).

É importante mencionar que o governo brasileiro, através da decisão do Banco Central, e a partir de 2010, através da CVM, tornou obrigatória a adoção do IFRS, sendo que no caso dos bancos o IFRS não foi integralmente aceito.

A pergunta é se o objetivo maior de contarmos, em futuro não muito distante, com o sistema de contabilidade comum, será alcançado. A superação, com a aceitação do sistema IFRS pela SEC, estimula a pensar que tal possibilidade é viável. IASB e FASB estabeleceriam que, a partir de um certo momento, as normas regulatórias serão emitidas de forma conjunta.

Porém, análise mais recente (2016) aponta que, apesar de certos progressos, algumas dificuldades parecem insuperáveis. Na minha visão, muito mais por razões políticas.

Evidentemente para investidores e empresas seria medida muito relevante. Tornaria as empresas mais transparentes, diminuindo ônus de adaptações e consequentemente barateando o custo de capital.

No Brasil, a criação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis -- CPC foi também uma importante conquista para a evolução do mercado. Nele participam, entre outros, o Conselho Federal de Contabilidade, IBRACON, FIPECAFI, APIMEC Brasil, ABRASCA, BM&FBOVESPA, respondendo a diferentes segmentos do mercado.

A função do CPC é de grande relevância, pois lhe compete propor as orientações contábeis emanadas do IFRS e suas adaptações ao sistema brasileiro. No jargão americano é o que chamam de “Standards Setter”.

**Fase 9.** O mercado viveu uma nova fase áurea a partir de 2004. Vários fatores colaboraram para esse quadro:

- Consistência de política macro-econômica no Brasil.
- Inflação decrescente, criando condições para redução gradativa de taxa de juros.
- Liquidez internacional em níveis elevadíssimos.
- Ações brasileiras relativamente mais baratas que congêneres estrangeiras, particularmente comparadas aos chamados BRIC's.
- Melhor regulação do mercado. Atuação conjunta positiva: BACEN/CVM
- Profissionais de mercado melhor equipados.
- Internet: Home broker (crescente participação)

Histórico das ofertas de ações na Bovespa nos últimos 6 anos são uma boa indicação do que assistimos.

	Nº de operações	Volume de transações (U\$ bi)	Capitalização primária(%)
2004	15	8,8	50
2005	19	22,7	38
2006	41	30,4	53
2007	76	70,1	52
2008	12	34,3	94
2009 (até 07/10)	13	35,9	60

Vale destacar que durante essa fase áurea do mercado, foi marcante a participação dos investidores estrangeiros particularmente dos “fundos hedge” norte-americanos. Em alguns casos foram responsáveis por 70% das subscrições.

Apesar de alguns abusos e lançamentos que talvez poderiam ter sido melhor avaliados, foi ainda assim um período que deixou mais marcas positivas do que negativas e alguns ensinamentos para a fase seguinte: **Educação do Investidor, como fator a ser priorizado.**

**Fase 10.** A euforia que caracterizou a evolução do mercado foi quebrada pela crise financeira, que iniciada pelos Estados Unidos, espalhou-se rapidamente por todo mundo e, como não podia deixar de ser, afetou o Brasil e o nosso mercado. A crise de liquidez e de confiança que se alastrou mundo afora, obrigou a venda maciça de ações por parte de fundos estrangeiros. É a história de sempre: o gestor de um fundo busca liquidez onde ela existe. Assim é que nosso mercado foi muito afetado pela venda dos investidores estrangeiros que tinham sido os grandes compradores nos anos anteriores pela dimensão do nosso mercado. Lembro que os investidores brasileiros não foram vendedores líquidos em 2008, e aguentaram a barra quando os estrangeiros pularam fora.

Entramos em 2009 ainda sob o impacto dos traumas do ano anterior, e o que aconteceu durante o ano surpreendeu.

As empresas de capital aberto eram 443 em outubro de 2008, 62 a mais que em 2005. O ápice que ocorreu em 2007.

O ano de 2009, nossa Bolsa teve o melhor desempenho entre diferentes mercados e particularmente entre os BRIC's.

A valorização ofereceu condições para a retomada dos lançamentos dos IPO's que também causou surpresa positiva, pois não se imaginava que o mercado pudesse dar essas condições para novos lançamentos. A Bolsa atingindo e superando os 72.000 pontos também foi surpresa.

As mesmas condições que justificaram o crescimento do mercado nos anos anteriores, explicaram o comportamento da Bolsa.

A liquidez tendo voltado, ofereceu condições favoráveis para aplicação de capitais de risco. Anotamos também a volta de investidores de private equity!

## Anos 2015 e 2016

---

Olhando retrospectivamente, nesse exercício cronológico, fico me perguntando as razões que não permitiram seu crescimento de forma contínua para que o mercado desempenhasse instrumento dinâmico que consideramos ser fundamental para o País? Tivemos espasmos de crescimento, mas não uma continuidade que o tornasse um instrumento que fosse usado permanentemente pelas empresas.

Infelizmente, anos recentes tem sido marcado por dificuldades para o nosso país e que obviamente tiveram reflexo no mercado. Ao invés de constatarmos progressos marcantes no seu acesso pelas empresas, estamos em regressão.

Fatos e números apresentados a seguir, levantados pelo Centro de Estudos do Instituto IBMEC (CEMEC), confirmam essa situação. Verificamos praticamente uma paralização de novos lançamentos (IPOs) e o que assistimos foi um número expressivo de companhias abertas fechando seu capital. É perfeitamente explicável pela relação custo/benefício, como também pelo fato que muitas empresas estão entendendo que os preços que suas ações vêm sendo negociadas no pregão são incompatíveis com o que entendem ser seu valor real. Assim, sua liquidez é utilizada parcialmente na compra de suas próprias ações.

Eis alguns números e fatos:

**1** - Do total de 64% da poupança financeira, somente 11,9% aplicada em títulos de dívida corporativa.

**2** - Retorno acumulado de julho de 1994 a abril de 2016 (R\$ 1.000,00 investidos)

- a. BOVESPA – 14.275
- b. CDI – 42.006

**Isso aponta claramente a desvantagem competitiva do mercado de renda variável**

**3** - Brasileiros investem pouco em renda variável, conforme se constata:

- a. Japão – 31%
- b. Hong Kong – 29%
- c. Inglaterra – 15%
- d. EUA – 13%
- e. França – 11%
- f. China – 5%
- g. Índia – 0,70%
- h. Brasil – 0,30%**

**4** - Carteira de Investimentos dos Fundos Mútuos (+/- R\$ 3 trilhões)

Região	Renda Variável	Renda Fixa
BRASIL	11%	89%
MUNDO	40%	60%

**5** - Mercado de capitais brasileiro: participação no financiamento das empresas é limitada.

- a) 70% das empresas abertas podem ser consideradas grandes (faturamento bruto acima de R\$400 milhões);
- b) De todas as empresas classificadas como grandes na economia, somente 7,4% são abertas e 9,0% emitiram debentures e notas promissórias (2009/2015);
- c) Mercado de capitais no financiamento do investimento privado é de 9,6% (2015) e no BNDES 11,2% (2015);
- d) Participação dos títulos de dívida corporativa no financiamento das empresas cresce até

14% (2011) e cai para 11,5% (2015), e no BNDES aumenta 17,8% (2015).

6 - Após o ciclo positivo de IPOs de 2006/2007, caiu número de empresas listadas na Bovespa.

2000	449
2015	359

7- Capitalização do Mercado Bovespa (em % do PIB)

Crescimento 2000/2008	Chegou a 93,6%
Crescimento 2009/20015	Caiu para 32,2%

8 - Pessoas Físicas – Participação nas negociações (Bovespa)

Dez/2007	22,5%
Nov/2009	Ponto Máximo 32,5%
Dez/2015	Caiu para 17,5%

A crise de confiança, o retrocesso no crescimento, a incerteza política e, principalmente, uma taxa de juros que, como dissemos, é um desincentivo à aplicação de capital a longo prazo, explicam o quadro.

O retorno do fator confiança é fundamental e, consequentemente, dá maior previsibilidade para os agentes econômicos. Os mercados antecipam o futuro e passam a acreditar que teremos mudanças, agirão de acordo e anteciparão efetivamente o que possa vir pela frente.

Que benefícios e reformas os agentes econômicos gostariam de ver discutidos e implementados?

- 1 - Lançar as bases para o crescimento da Economia
- 2 - Contas públicas mais transparentes e confiáveis
- 3 - Recuperação da credibilidade fiscal
- 4 - Rever incentivos e isenções setoriais
- 5 - Reafirmação da autonomia do BACEN
- 6 - Micro reformas para retirar entraves aos negócios e abertura de empresas e maior liberdade para acordos trabalhistas entre patrões e empregados.

- 7 - Reforma Tributária
- 8 - Reforma da previdência
- 9 - Maior integração ao mundo globalizado
- 10 - Aprimorar políticas sociais

Portanto, são questões básicas e a maneira como forem encaminhadas no futuro serão determinantes para a volta da confiança.

Quanto ao mercado de capitais, repetimos, a variável fundamental será o comportamento da inflação. As medidas que forem tomadas para coloca-las nos trilhos e baixar dos 7% atuais projetados para o centro da meta, serão de grande relevância para o mercado de capitais, pois implicarão na queda da taxa de juros.

Mas será que essas medidas estruturantes darão uma maior base para que o mercado de capitais de longo prazo possa ser um poderoso instrumento para o desenvolvimento econômico?

Seria muito bom se o fosse, mas estou convencido que reformas culturais e educacionais terão que ser programadas para que possamos realmente ver o papel do mercado com outros olhos, não como uma janela de oportunidades, mas como algo que as empresas e investidores se acostumarão a utilizar.

## Olhando o futuro

---

Acreditava-se que com a estabilidade da moeda, após o plano, dias melhores viriam para o investimento em ações, pois sabidamente a inflação (desgaste da moeda) e investimento de longo prazo, como já mencionado, têm difícil convivência.

Infelizmente, ainda assim uma inflação renitente, definitivamente não criou cenário propício para os investimentos de longo prazo, lembrando-nos de efeitos perturbadores da correção monetária, que foi um paliativo e que acabou se tornando um fator desestabilizador para o desenvolvimento. Para combater a inflação, o Copom au-

mentou os juros, e, na medida em que o fez, desestimulou o investimento em renda variável. Praticamos a maior taxa de juros entre os países emergentes.

A pergunta que continua no ar, e aquela que todos os preocupados com o desenvolvimento do país fazem, é como imaginar que possamos crescer investindo a médio-longo prazo, para cobrir os incríveis gaps, por exemplo na infraestrutura, sem investimentos do setor privado?

Será viável fazê-lo sem que haja aumento substancial de poupança e que uma parte relevante seja aplicada em ações?

Concluindo, nos últimos 5 anos o fator político foi determinante com o desgaste da Presidente reeleita; a economia em processo recessivo; empresas perdendo rentabilidade; situação fiscal sob forte deterioração; o fator confiança se esvaindo. Investidores estrangeiros com expectativas cautelosas e a imprensa apontando cenário de crescentes incertezas. E além do mais, a inflação voltando a ser fator de preocupação. Mesmo não alcançando os níveis de descontrole do passado, estão ainda assim em um patamar preocupante, obrigando ao Banco Central, na maior parte do período, a voltar a operar com taxas de juros fortemente desestimulantes aos investimentos em ações, como já constatado em períodos anteriores.

Se não bastasse, as denúncias de corrupção e os desdobramentos da operação Lava Jato criaram fator adicional de desestabilização. As empresas estatais foram afetadas, principalmente a Petrobrás, onde se concentraram os principais efeitos negativos. Também na Eletrobrás, sem falar nos efeitos colaterais das fornecedoras e prestadoras de serviços à Petrobrás que foram severamente afetadas. A Vale foi outro carro chefe do mercado que também sofreu os efeitos da queda do mercado de ‘commodities’ e também as consequências do desastre ambiental da Samarco no qual detém 50% do capital.

Convém também registrar o desgaste sofrido com a derrocada do Grupo X, de Eike Batista, que com as frustrações causadas pela OGX, por não ter confirmado as reservas petrolíferas, criou um efeito dominó nas empresas a ela ligadas e cotadas em Bolsa.

Com o início do processo de impeachment da Presidente, uma nova confiança se instalou no mercado com algumas substituições importantes em postos chave do governo e de empresas por ele controladas.

Quando dava os últimos retoques nessa visão cronológica da evolução do mercado de capitais no Brasil, o Senado Federal, num processo que durou 9 meses, com 27.400 páginas resumidas em 72 volumes, decidiu, pelo voto majoritário, o impedimento da então Presidente Dilma Rousseff e, em consequência, seu vice-presidente, que ocupava interinamente a Presidência, foi efetivado no cargo.

Acreditamos que para ser iniciada uma nova fase para o crescimento do país, onde o mercado de capitais possa vir a ocupar o lugar que merece como mecanismo indutor do desenvolvimento econômico. Desnecessário frisar mais uma vez a necessidade da queda sensível na taxa de juros, condição *sine qua non* para que o mercado de capitais possa voltar a ser um fator relevante.

As reformas anteriormente mencionadas são fundamentais e devemos esperar que essas medidas sejam gradualmente implantadas e, para tanto, a sociedade brasileira, representada por seus congressistas, deverá continuar pressionando para que sejam implementadas no menor prazo possível. O fato de termos um governo que não hostiliza o mercado, e crê no papel dos empresários por si só, já é fator que nos ajuda a olhar para frente com confiança.

Mas o sistema está preparado para um novo salto qualitativo e quantitativo? O atual sistema de valores mobiliários, com predominância do sistema bancário, é adequado? Culturalmente, como vencer a preferência dos investidores por títulos de dívida privados ou governamentais? A governança corporativa que está sendo praticada atende as necessidades dos investidores? Essas são perguntas que precisam ser respondidas!

Nesse novo contexto, não devemos nos descuidar do papel do analista de investimento. Ele deve estar totalmente sintonizado com as sensíveis mudanças que estamos assistindo e ajustar-se às novas variáveis que afetarão seu trabalho. Salientamos a governança corporativa: uma constante leitura de como a empresa se comporta perante seus *stakeholders*, principalmente em relação ao meio ambiente, questões sociais, todos os demais fatores ligados à sustentabilidade e relações com seus funcionários bem como a diversidade nas posições executivas.

Já se foi o tempo em que o papel do analista era o de tão somente olhar as variáveis P/L, projeções de fluxo de caixa e rentabilidade, posição do mercado, etc.

Hoje sua responsabilidade é muito mais ampla e ele precisa estar preparado para assumi-la, pois, a geração de valor estará claramente associado a outras variáveis relevantes, que serão determinantes para o futuro da empresa.



# 1

---

## AS GRANDES TURBULÊNCIAS E AS CONTRIBUIÇÕES PARA A EVOLUÇÃO DA ANÁLISE DE INVESTIMENTOS

---

Juliano Lima Pinheiro

Doutor em mercado de Capitais e  
ex-presidente da Apimec MG

## 1.1 - As Turbulências no Ambiente de Investimentos

---

As turbulências financeiras têm-se situado no centro da atenção dos economistas desde os tempos de Adam Smith, que se referiu a elas qualificando-as de “excesso de trocas” seguido pelo rechaço e desprestígio. Lord Overston, distinguido monetarista de meados do século XIX, ampliou para nove a classificação das três fases descritas por Adam Smith: tranquilidade, confiança, prosperidade, exaltação, excesso de intercâmbio convulsão, pressão e estancamento, para concluir de novo em tranquilidade. Em sua famosa obra, *lombard street*, Bagehot (1962) assinalou que “todas as grandes crises revelam a excessiva especulação de muitas casas de investimento das quais nada havia suspeitado anteriormente, e que, habitualmente, não haviam iniciado ou não haviam chegado muito longe em tais especulações até que se viram tentadas por um incremento diário dos preços e da febre circulante”.

### 1.1.1. Breves revisões das grandes crises

#### *Tulipamania (Crise de Superprodução de Tulipas)*

**Período:** Século XVII

**País:** Holanda

Durante o século XVII, as tulipas eram símbolos de *status* na sociedade holandesa. Existiam dois tipos de tulipas: as raras, que tinham padrões de cores especiais, e as comuns, que tinham formas e cores normais. Originalmente, as tulipas eram comercializadas apenas nos mercados livres nos meses de verão, mas a demanda por essas espécies fora da estação gerou a negociação em mercados futuros. O aumento dos preços das tulipas raras estava de acordo com os fundamentos econômicos, mas a especulação fez com que as tulipas se tornassem objetos de aumento inexplicado<sup>1</sup>. A crise surgiu em janeiro de 1637, quando a demanda excessiva causou rápido aumento nos preços das tulipas e culminou, em fevereiro, quando houve um surto de pânico, provocando colapso dos preços, resultante da produção e venda em massa. Foi uma crise de desequilíbrio microeconômico.

#### *Bolha do Mississípi (Crise da Bolha Financeira).*

**Período:** Século XVII (1716 a 1720)

---

<sup>1</sup> O preço aumentou de 1.500 guinéus em 1634 para 7.500 guinéus em 1637, o equivalente ao preço de uma casa na época.

### **País: Estados Unidos**

Com a finalidade de resolver os problemas econômicos da França, após a morte do Rei Luís XIV, John Law, um economista escocês, difundiu uma teoria que pretendia garantir o financiamento das atividades do lado real da economia.

Inicialmente, ele fundou uma empresa, a Compagnie d'Occident, que emitia ações em troca de obrigações do Estado e de moedas. Essas conversões tornaram John Law o maior credor do governo francês. Depois fundou o Banque Générale, que mais tarde tornou-se o Banque Royale, e várias outras empresas ligadas ao comércio, mediante os direitos de monopólio obtidos do regente como recompensa por serviços prestados.

As emissões de ações da companhia Law eram muito atrativas para o público, e a demanda crescente por esses títulos fez com que eles alcançassem preços elevados a partir de meados de 1719. Como a Compagnie d'Occident não estava tendo bom desempenho, a desconfiança generalizou-se e o público começou a trocar ações e notas bancárias por moedas. Em 1720, a então euforia do mercado transformou-se em pânico e as ações perderam seu valor. Para proteger sua vida, John Law, ao final de 1720, teve de fugir da França.

### **Crash de 1929 (Crise de superprodução e bolha financeira conjugadas)**

#### **Período: Início Outubro 1929**

### **País: Estados Unidos**

O dia 28 de outubro de 1929 tornou-se conhecido como a “Segunda-feira Negra”. O Índice Dow Jones, que mede a variação das principais ações negociadas na New York Stock Exchange (Bolsa de New York), caiu 12,82%. Essa queda gerou o crack da bolsa, que causou o desemprego de 13 milhões de pessoas e mergulhou os Estados Unidos em uma séria depressão, além de provocar grande recessão em todo o mundo.

A crise é o desfecho de um período de grande expansão dos EUA, que, após a Primeira Guerra Mundial, assumem a hegemonia econômica do mundo. O aumento da produção industrial, a melhora do poder aquisitivo da população e a liberalização do crédito provocam explosão de consumo. Os investidores, atraídos pela expansão das empresas, tomam empréstimos bancários para comprar ações e revendê-las com lucro. Esse processo especulativo faz com que, de 1925 a 1929, o valor das ações das empresas suba de US\$ 27 bilhões para US\$ 87 bilhões. A capacidade de consumo interno não acompanha o crescimento da produtividade, resultando em enorme excedente. O preço dos produtos agrícolas começa a baixar, o que ocasiona a falência de fazendeiros. As indústrias reduzem a produção, gerando muito desemprego.

Os acionistas, alarmados com a situação das empresas, procuram vender todos os papéis na bolsa.

A crise aprofundou quando houve a “Bankruptcy”, ou seja, a degradação bancária. Esse período passou a ser conhecido como “A Grande Depressão” e durou até 1933.

As economias do mundo capitalista tinham os EUA como seu principal mercado produtor e consumidor e, para defender-se desta crise, os países tiveram de adotar medidas protecionistas, inclusive suspendendo o pagamento de suas dívidas externas.

### *Crise de 1987 (Crise de euforia irracional)*

**Período: Outubro 1987**

**País: Estados Unidos**

Depois da recessão, causada pelo choque do preço do petróleo, a economia norte-americana passou por um período de rápido crescimento. No entanto, os déficits orçamentários dos EUA e seus déficits em conta corrente saltaram para níveis elevados entre 1982 e 1987, refletindo desequilíbrios fundamentais nos gastos do governo.

Durante esse período, houve tendência altista no mercado acionário, que levou os preços das ações a níveis superavaliados. Também, nessa época, intensificaram-se as utilizações dos “derivativos”, uma vez que eles possibilitam assumir maiores riscos com um baixo custo de transação.

A especulação ganhou força em 1986, levando a uma euforia do mercado, mas surgiu o pânico, quando as ordens de vendas antecipadas de 16 de outubro de 1987 causaram atraso na abertura da Bolsa de New York.

No dia 19 de outubro de 1987, o índice Dow Jones caiu de 2.246 a 1.738, perdendo 22,6% de seu valor total em um só dia. O índice Standard and Poor 500 caiu de 282,7 a 225,06, desvalorizando-se em 20,4%.

### **1.1.2. Turbulências da década de 1990**

#### *1.1.2.1. Crise japonesa (crise financeira e de subconsumo)*

A trajetória de consistente crescimento apresentada pelo Japão após a Segunda Guerra Mundial surpreendeu as maiores potências econômicas capitalistas. No período entre 1953 e 1973, esse crescimento atingiu a taxa média de 10% e, em 20 anos, uma econo-

miaderada destruída tornou-se uma das maiores potências econômicas mundiais.

A crise do Japão teve início com a desvalorização da moeda japonesa, o iene e, consequentemente, queda de preço dos produtos nipônicos no mercado. A adoção dessa política aumentou a vantagem dos artigos japoneses, mas obrigou os outros países a desvalorizarem também suas moedas. O iene chegou à cotação de ¥ 147,20 por dólar, gerando quedas nas principais bolsas de valores do mundo.

Em 2 de abril de 1990, o índice Nikkei 225 da bolsa de Tóquio fechou em 28.002 pontos (uma baixa de 28% em relação ao fechamento do ano anterior), o processo continuou e em 1º de outubro a queda foi de 48%. Até 18 de agosto de 1992, não se chegou ao fundo, mas nesse dia o índice chegou aos 14.309 pontos e marcou um solo. Diante de possível catástrofe internacional, os Estados Unidos trocaram US\$ 2 bilhões por ienes, evitando o perigo de uma crise pior do que o *crash* dos “Tigres Asiáticos”. Resumindo, em pouco mais de 30 meses o índice perdeu 63% do nível máximo alcançado ao final de 1989.

A bolha financeira não se produziu unicamente no mercado de capitais; os preços dos imóveis e do solo registraram comportamentos sincronizados com os preços das ações.

A euforia teve seu fim em 1992, quando as ações japonesas que estavam supervalorizadas foram ofertadas no mercado. A baixa procura dos compradores gerou a queda do preço dessas ações, ocasionando o início da crise.

### Causas da crise

A situação difícil em que se encontrava o Japão pode ser explicada pelo excessivo crescimento de sua economia sem correspondente melhora nas variáveis fundamentais.

Durante a segunda metade dos anos 1980, ocorreram mudanças importantes no âmbito da regulamentação financeira do Japão. Nesse período, iniciou-se a liberalização financeira, tanto no âmbito internacional como nos mercados internos, que relaxaram progressivamente os controles sobre as taxas de juros das operações bancárias e ampliaram a possibilidade de obtenção de financiamento exterior por parte de residentes.

O aumento de liquidez combinado com as baixas taxas de juros facilitou o financiamento da compra de ativos, tanto financeiros quanto reais. O preço dos ativos sobre a pressão da forte demanda teve importantes reavaliações. A partir dessas subidas, iniciou-se um processo de retroalimentação, já que o aumento dos preços dos ativos incrementou a riqueza financeira dos investidores, com uma melhora aparente em seu nível de solvência, enquanto o valor patrimo-

nial era utilizado como garantia de novos endividamentos.

Esse fenômeno provocou aumento do valor sem precedentes nos ativos do Japão (principalmente aços e imóveis), desencadeando um processo especulativo. Nas seis cidades mais importantes do Japão, entre 1985 e 1990 os preços imobiliários tiveram crescimento médio de 20% anual. Em Tóquio, no mesmo período, os preços se multiplicaram por 2,4. Os imóveis comprados a um preço muito elevado serviam de garantia para a aquisição de novos imóveis (para se ter ideia, segundo Torres (1997), o valor dos terrenos do Japão saltou de US\$ 4,2 trilhões para US\$ 18,4 trilhões nesse período). O consumismo era tão grande, que bens de consumo, como os eletrodomésticos, eram trocados a cada dois anos.

#### *1.1.2.2. Crise do México (crise cambial-financeira)*

O México foi o primeiro país emergente a passar por profunda crise financeira. Em 1989, o país sofreu o primeiro ataque especulativo, que resultou na desvalorização de sua moeda e gerou uma fuga de capitais. Após a passagem por um ajuste fiscal drástico, com geração de superávit nas contas públicas, ampla abertura comercial, descompressão financeira e livre movimento de capitais, acompanhados de intensa privatização de empresas estatais, da desregulamentação e da eliminação de subsídios e incentivos, a economia mexicana viu-se em ruínas, com um déficit em conta corrente que se aproximava dos US\$ 30 bilhões por ano. Além disso, foram acumulados passivos em moeda estrangeira, no setor público e na esfera privada, que podem chegar a US\$ 200 bilhões. Entre esses débitos, os mais problemáticos, a curto prazo, são os Tresobonos, que vencem à razão de US\$ 700 milhões por semana ao longo de 1995. Com isso, o país não conseguiu honrar seus compromissos, entrando numa recessão.

No período 1988-1993, o governo desenvolveu uma política econômica de austeridade fiscal e monetária. Segundo Edwards (1997), o programa de reformas conduzido pelo governo pode ser resumido em quatro pontos:

- uma forte abertura da economia à concorrência internacional;
- um processo drástico de privatizações e desregulamentação;
- um programa de estabilização baseado em ancoragem da taxa cambial nominal apoiado no desenvolvimento de políticas restritiva monetária e fiscal;
- um amplo acordo econômico e social estabelecido entre o governo, o setor privado e sindicatos.

Após o ajuste promovido a partir de meados da década de 1980, a economia do México adota um novo perfil de funcionamento. Desde então, o país perseguiu a estabilização da economia apoiando-se basicamente na âncora cambial e na abertura comercial e financeira, que

geraram déficits comerciais crescentes, financiados pelo aporte de capitais voláteis e especulativos.

Em decorrência desse quadro, em 1994 o governo mexicano desembolsou cerca de US\$ 30 bilhões apenas para saldar as despesas com o serviço das dívidas interna e externa, o que acarretou verdadeiro colapso em suas contas públicas.

*A grave situação econômica a que chegou o México, aliada às conturbações políticas, resultou num clima de desespero no mês de dezembro, que culminou em uma forte desvalorização do peso – em apenas dez dias, a moeda mexicana perdeu cerca de 50% de seu valor.*

Em 20 de dezembro de 1994, as autoridades mexicanas, diante da impossibilidade de manter o valor do peso, ampliaram a banda cambial em 15%, gerando uma perda nas reservas de mais de 4 bilhões de dólares. Diante desses fatos, as autoridades deixaram flutuar o peso mexicano, conscientes de que tentar defendê-lo dentro da banda só resultaria no esgotamento das reservas. A partir desse momento, produz-se a saída massiva de capitais, especialmente nos investimentos de carteira. As vendas massivas de ações e bônus nomeados em pesos e a compra de dólares produziram uma sangria nas reservas e uma forte pressão à queda da taxa cambial.

Quebrado, o México recebe uma ajuda de US\$ 65 bilhões dos Estados Unidos e de organismos internacionais, como o FMI, e consegue recuperar-se.

### Causas e repercussões da crise

A liberalização financeira e a abertura econômica foram peças importantes da política econômica e que tiveram grande incidência sobre os acontecimentos posteriores.

Outro fator importante foi a evolução do sistema bancário mexicano, que havia sido nacionalizado em 1982 e, nos anos 1990, foi privatizado, sendo seus compradores, em muitos casos, grupos vinculados a empresas, sem muita experiência bancária.

Em 1994, a economia mexicana viu-se novamente dentro de uma crise, ocorrendo diversos acontecimentos que debilitaram o otimismo reinante até chegar ao desenlace da crise. As reformas econômicas do início dos anos 1990 e a queda das taxas de juros nos EUA levaram os investidores a buscarem o exterior, o que resultou numa maciça entrada de recursos no México.

### Fuga de capitais

O motivo apontado para o desencadeamento da vigorosa fuga de capitais no México a partir da

segunda metade de dezembro foram as sucessivas revoltas ocorridas na região de Chiapas, agravando a crise política no país. Nas vésperas de uma eleição, foi assassinado Luís Dolado Colosio, candidato pelo PRI, e tornou-se público o movimento zapatista na região de Chiapas. Como consequência, os preços dos títulos e ações subiram expressivamente, bem como o déficit na conta-corrente e os gastos públicos. Quando se registrou um início de distúrbio político, no final de 1994, os investidores internacionais apavoraram-se, temendo uma nova moratória mexicana.

Tal alegação, no entanto, é pouco para se compreender as verdadeiras razões da deflagração do processo de saída de recursos e seus desdobramentos sobre a economia mexicana. A mudança da paridade de um dólar para 3,46 pesos (registrada antes da desvalorização de 15%, em 19 de dezembro) até atingir mais de seis pesos por dólar em poucos dias resultou na perda de US\$ 10 bilhões para os investidores estrangeiros e mexicanos. Daí ocorreu a espetacular fuga de capitais noticiada pela imprensa. As reservas cambiais mexicanas, que atingiam no início de 1994 mais de US\$ 25 bilhões, chegaram a somar no final de dezembro menos de US\$ 6 bilhões, impedindo assim a desvalorização do peso, até acumular perdas superiores a 60%.

### Déficit comercial

Em 1987, as importações mexicanas totalizaram o equivalente a US\$ 19 bilhões e saltaram, em 1993, para US\$ 63 bilhões. Sem contar com uma sólida estrutura industrial que possibilitasse alavancar as exportações no rumo da integração competitiva, as vendas externas do México diminuíram em relação ao volume das importações. O resultado foi um déficit de US\$ 24,5 bilhões na balança comercial, em 1994, o que tornou o país dependente de capitais externos em cerca de US\$ 30 bilhões para conseguir fechar o balanço de pagamentos.

Com um déficit de US\$ 8,4 bilhões na balança comercial e inflação alcançando três dígitos, o novo presidente assume e tenta fazer uma desvalorização controlada de 15%, mas, sem credibilidade internacional, a desvalorização perde o controle e chega a 80%.

A crise mexicana foi considerada a mais importante, não só para o México, como também para a economia internacional, já que foi o primeiro país emergente a passar por profunda crise financeira, e também a primeira crise num mercado financeiro mundial livre e globalizado. Outras economias tiveram problemas de pressões elevadas sobre suas divisas e episódios de instabilidade financeira. Um caso importante foi o da Argentina.

### 1.1.2.3. Crise asiática

Na segunda-feira, 27 de outubro de 1997, assustada com a queda recorde do índice Hang Seng, da Bolsa de Hong Kong (1.211 pontos em um só dia), a Bolsa de New York afundou. Foi uma queda livre de 554 pontos, lembrando a catástrofe em outros dois outubros negros: 1929 e 1987. Ondas de choque varreram o mundo. As bolsas caíram 27% no Brasil, 21% no Japão, 12% na Austrália, 10% no México e 9% na Inglaterra.

A crise asiática explodiu na Tailândia em julho de 1997, quando os emprestadores estrangeiros se deram conta do enorme déficit na conta corrente do país e do rápido incremento de sua dívida externa. Mas, para sua melhor compreensão, descreveremos alguns episódios que ocorreram no ano de 1997:

- em janeiro, a Hambo Steel, uma das grandes *chaebol* coreanas, declara falência, gerando uma dívida de US\$ 6 bilhões. É a primeira vez, em dez anos, que uma das grandes empresas coreanas fecha dessa forma;
- em fevereiro, a Somprasong é a primeira empresa tailandesa a falhar um pagamento de sua dívida externa;
- em março, o governo tailandês promete apoio às empresas financeiras, em forte exposição a dívidas do setor imobiliário, mas depois retrocedeu;
- em maio, o baht tailandês, a mais frágil das moedas da região devido ao desempenho fraco de sua economia, é atacada por especuladores; em julho, o Banco Central da Tailândia anuncia a entrada do baht num regime de taxa flutuante administrada e pede ajuda ao FMI.
- o FMI oferece US\$ 1,1 bilhão ao governo das Filipinas e o Bank Negara (Banco Central da Malásia) abandona a defesa do Ringgit;
- a Indonésia (outubro) e Coreia do Sul (novembro) declaram que solicitariam apoio financeiro ao FMI.

**Quadro 1** - Países afetados pela crise asiática.

Tailândia	Onde a crise começou. Sendo o país mais frágil de todos os “Tigres”, quando os especuladores apostaram contra sua moeda, o baht, está se desvalorizou em 41% e sua bolsa caiu 53%.
Filipinas	Teve seu dólar desvalorizado em 37% e queda em sua bolsa de 36%.
Malásia	Elevou suas taxas de juros em 50% e desvalorizou sua moeda em 39%. Como consequência, sua bolsa de valores teve uma queda de 39%.
Indonésia	Desvalorizou em 83% a rúpia e teve queda de 58% em sua bolsa de valores.
Cingapura	Desvalorização de 15% no dólar filipino e queda de 46% em suas bolsas de valores.
Coreia do Sul	Desvalorização de 35% no uon e queda de 56% na bolsa de valores.
Taiwan	Desvalorização de 19% no dólar taiwanês e queda em sua bolsa de 16%.
Hong Kong	País no qual a crise ganhou proporções catastróficas, quando os especuladores decidiram atacar o centro financeiro da <b>Ásia</b> e o dólar. Como resultado, sua bolsa caiu 46%.

Fonte: Autor

A crise asiática resolve-se, ou começa a resolver-se, com a grande operação de apoio do FMI, que conseguiu ampla colaboração dos bancos internacionais; isso no caso da Coreia; no caso da Tailândia, há também apoio do Fundo e um profundo ajuste econômico. No caso da Indonésia, houve uma negociação com o Clube de Paris.

### Causas da crise

- **fragilidade de alguns fundamentos econômicos dos “Tigres”:** uma das principais causas que afetaram o desempenho dos “Tigres” baseia-se na estratégia que quase todos eles empreenderam ao atrelar sua moeda ao dólar, o chamado *peg*. O modelo exportador das economias do

Sudeste Asiático funcionou bem, enquanto o iene valorizava-se diante do dólar. Entretanto, em 1995, quando o dólar desceu quase à marca dos 75 ienes, os Estados Unidos e o Japão decidiram desvalorizar a moeda japonesa em relação à americana. Com isso, houve uma valorização relativa das moedas no Sudeste Asiático, que diminuiu a competitividade dos “Tigres” no mercado internacional. De um lado, o Japão aprimorou seu apetite exportador, desaquecendo sua moeda, e roubou mercado dos “Tigres” em bens de alto valor, gerados em indústrias de uso intensivo de capital, como computadores, semicondutores e produtos petroquímicos. De outro, a subida do dólar e a consequente valorização de suas moedas prejudicaram os “Tigres” na competição com a China em bens de baixo valor, gerados em indústrias de uso intensivo de mão de obra, como têxteis, sapatos e brinquedos. Comprimidas entre dois pesos pesados, um no *high end* e outro no *low end* do mercado, as economias do Sudeste Asiático experimentaram desaceleração em suas exportações e, por conseguinte, deterioração em suas contas. O Quadro 2 a seguir mostra o saldo em transações correntes em porcentagem do PIB de 1990 a 1996 dos Tigres Asiáticos e *asian Four*.

**Quadro 2** - Saldo em Transações Correntes dos Tigres Asiáticos e *asian Four*.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	% PIB
Tailândia	(8,7)	(7,7)	(5,6)	(5,1)	(5,6)	(8,0)	(8,0)	
Indonésia	(3,1)	(3,8)	(2,4)	(1,5)	(1,7)	(3,3)	(3,4)	
Malásia	(3,2)	(8,8)	(3,8)	(4,8)	(7,8)	(10,0)	(4,9)	
Filipinas	(6,1)	(2,3)	(1,9)	(5,5)	(4,6)	(4,4)	(4,7)	
Coreia do Sul	(0,9)	(3,0)	(1,5)	(0,1)	(1,2)	(2,0)	(4,7)	
Taiwan	6,8	6,9	4,0	3,2	2,7	2,1	4,0	
Cingapura	8,3	11,2	11,3	7,5	17,1	16,9	15,0	
Hong Kong	8,9	7,1	5,7	7,4	1,6	(3,1)	(0,6)	
China	3,1	3,1	1,1	(2,1)	1,2	0,0	0,6	

Fonte: Autor

Outro fator que impactou a economia dos “Tigres” foi o endividamento externo. Evidentemente, economias crescendo a taxas anuais próximas dos dois dígitos necessitam de financiamento. O problema é que boa parte do financiamento, contraída em sua maioria pelo setor privado com o aval do governo, em vez de ser investida no aumento da produtividade e no desenvolvimento de novas tecnologias, acabou sendo desviada para a especulação imobiliária ou para o incremento da produção em indústrias já saturadas, como metalurgia, au-

tomáveis e transporte aéreo. Em vez de investir na capacitação de sua força de trabalho ou na redução de seus problemas de infraestrutura, muitos “Tigres” contraíram empréstimos para construir campos de golfe, condomínios e escritórios de luxo ou investir em indústrias de baixa rentabilidade. Assim, acabaram criando para si um problema adicional: capacidade ociosa. Além disso, bilhões foram enterrados em projetos do governo, faraônicos, que não tinham a menor condição de gerar o retorno necessário para a cobertura dos empréstimos. Outro fator foi o tráfico de influência e a troca de favores entre o governo e as grandes corporações. Redes de interesse e conchavos realizados nos bastidores dificultam a averiguação do que pertence ao Estado e do que é da iniciativa privada. Muito dinheiro público foi emprestado em condições excepcionais a empresas que o governo considerava vitais para a economia ou para o prestígio do país. A análise objetiva do perfil do tomador, das condições do mercado e do risco da transação pesava pouco nas decisões de crédito;

• **dinâmica dos mercados financeiros internacionais:** o setor bancário na Ásia mostrou-se fechado à concorrência internacional, e boa parte das instituições que o compõem servia apenas para canalizar capital para projetos de prioridade e valor muitas vezes duvidosos. O fato é que o dinheiro fácil que os bancos do Sudeste Asiático captaram no exterior e jogaram em seus mercados nos últimos anos, sem cuidar da qualidade dos investimentos, jamais retornou. Essa bola de neve gerou a necessidade de socorro externo.

#### *1.1.2.4. Crise russa*

No ano de 1998, a economia russa passou por uma série de episódios que culminaram no que se chamou de a moratória russa.

Em maio, numa tentativa desesperada de acalmar o mercado financeiro, conter a fuga de investidores internacionais e manter o valor do rublo, o Banco Central da Rússia triplicou suas principais taxas de juros de curto prazo de 50% para 150% ao ano.

Para reduzir a pressão gerada pela liquidez, em agosto, o Banco Central liberou um empréstimo de US\$ 100 milhões para o SBS-AGRO Bank, segunda maior instituição bancária do país, para ajudar a estabilizar o sistema financeiro. Como consequência, em 15 de agosto, o principal índice de ações da bolsa de Moscou reagiu com alta de 13,67%, o que ocasionou uma suspensão temporária dos negócios no início da sessão.

No dia 17 de agosto de 1998, o governo russo declarou o que se chamou de a moratória russa. O núcleo das decisões tomadas afetava aos compromissos de pagamentos privados com os não residentes e os pagamentos da dívida pública, cujo vencimento estava situado antes de 1999. Também se incluíam mudanças relevantes na condução da política de taxa cambial com a am-

pliação da banda de flutuação do rublo em relação ao dólar dos Estados Unidos.

A incerteza política, aliada à crise na Ásia e à queda nos preços do petróleo (a Rússia é um grande exportador de petróleo), afasta os investidores e a Rússia sofre um “ataque especulativo”. A bolsa de valores russa já havia acumulado perdas de 50%, o que leva o governo russo a cogitar pedido de ajuda ao FMI.

### Causas da crise

- **atrofia econômica produzida por quase oito décadas de burocracia estatal sob o regime comunista:** a abertura do país ao resto do mundo a partir de 1991, com a dissolução da União Soviética e o fim do comunismo, serviu para expor o tamanho da crise. Além disso, os russos não souberam administrar sua economia depois dessas mudanças. Os anos de comunismo trouxeram algumas vantagens, como, por exemplo: bom nível de educação, moradia e acesso à saúde. O que não se conhecia era a dimensão dos problemas que se acumularam nesse mesmo período. Na Rússia, por exemplo, o governo não conseguia arrecadar com os impostos, porque não existiam fiscais. Não existiam fiscais porque na época do comunismo não se re-colhiam impostos. Havia mais de 200 taxas que as empresas e as pessoas deveriam pagar, mas como nada acontecia com os sonegadores, a sonegação era geral;
- **a inflação estava nas ruas, em forma de filas, porque havia escassez de produtos:** o modelo soviético entrou em colapso, porque a economia planejada por burocratas não foi capaz de suprir os russos dos produtos de que eles precisavam. O dinheiro para a produção de manteiga era transferido arbitrariamente para a fabricação de mísseis, ou de arame farpado para prender os dissidentes. A insatisfação cresceu, produziu uma pressão interna para modificações políticas, e todo o sistema caiu em 1991, quando o presidente Yeltsin assumiu;
- **abertura do mercado sem o devido preparo das estatais russas:** as empresas estatais russas, que sob regime comunista nunca tiveram de enfrentar a concorrência estrangeira, tiveram um choque quando foram expostas à competição. Descobriu-se com isso que eram improdutivas, que fabricavam carros e roupas ruins e que não havia mercado para seus produtos no exterior. Sem dinheiro para modernizá-las, o governo decidiu vendê-las. Entre 1991 e 1994, mais de 120.000 empresas foram privatizadas, mas o programa não deu certo. Como elas já estavam sucateadas, os investidores estrangeiros não se interessaram muito. As estatais acabaram sendo vendidas aos próprios russos, que também não tinham dinheiro nem interesse para modernizá-las. No campo das importações, até as caixas de fósforos eram importadas. Como importações são pagas em divisas, houve a sangria que quebrou o país. No campo das exportações, a Rússia dependia basicamente do petróleo e do gás natural, bens cujos preços

despencaram nos últimos tempos no mercado internacional.

### 1.1.3. Turbulências no Mercosul

Como já mencionamos, o fenômeno da globalização exigiu a formação de blocos de cooperação entre países de uma mesma região com o objetivo de fortalecer-se ante o mercado internacional. No caso dos países da América do Sul, esse bloco foi chamado “Mercosul”.

O Mercosul, composto por Argentina, Brasil, Paraguai e Uruguai, teve sua origem com a assinatura do Tratado de Assunção em 26 de março de 1991, constituindo um dos mais importantes blocos econômicos do mundo, em virtude de sua posição geográfica, das dimensões territoriais e demográficas dos países-membros.

O objetivo do tratado era criar um mercado unificado entre esses países, o que pressupunha a livre circulação de mercadorias, serviços e fatores de produção, trabalho e capital, com o fim de aumentar a eficiência econômica reduzindo barreiras tarifárias e custos de exportação, propiciar condições para um nível maior de concorrência no setor produtivo.

A partir de janeiro de 1995, consolidou-se a união aduaneira, o que implica a existência de uma zona de livre comércio, caracterizada pela inexistência de barreiras de importação entre os países que o constituem, e uma tarifa externa comum.

Atualmente, o Mercosul está em fase de implementação do Mercado Comum, o que implicará a livre mobilidade de serviços e fatores produtivos entre os membros e a adoção de uma política comercial comum para exportar.

O quadro 3 mostra os ambientes que Argentina e Brasil viveram na década dos anos 90 do final do século XX e quais as principais medidas tomadas para sair da crise dos anos 80, chamada de década perdida.

**Quadro 3 - Comparação dos Antecedentes das crises na Argentina e Brasil.**

	Argentina	Brasil
Cenário Político	Conjuntura política muito fraca; com o presidente Fernando de La Rúa, enfrentou graves disputas e problemas políticos, entre outros.	O presidente Fernando Henrique Cardoso havia sido reeleito, em primeiro turno, para seu segundo mandato.
Inflação	Hiperinflação nos anos 1980. Os preços chegaram a subir até 200% ao mês. Não havia mecanismos de reajustes monetários para a proteção.	Haviam mecanismos de reajustes monetários, no período 1960 a 1980 para a proteção da classe média, através de aplicações financeiras indexadas à ORTN e depois OTN.
Estabilização	Para estabilizar a economia, os argentinos optaram pelo regime de convertibilidade cambial que retirou a competitividade do país.	Com o Plano Real, Brasil, conseguiu estabilizar a economia sem fixar o câmbio e permitiu a estabilidade o início de um período de estabilidade de preços com forte ancoragem cambial.
Ajuste Fiscal	A recessão diminuiu a arrecadação e os déficits são constantes.	O país deu mais atenção à responsabilidade fiscal e começou a apresentar superávit primário a partir 1998.
Cadeia Produtiva	Depende da exportação de commodities agrícolas.	A indústria brasileira modernizou-se depois da abertura comercial e ganhou competitividade com a desvalorização do real.
Crescimento	Estava no quarto ano de recessão.	Seis anos consecutivos de expansão econômica, após o Plano Real
Câmbio	Fixo	Administrado
Desvalorização	A maioria dos agentes estava endividada em dólares, o que dificulta a desvalorização e gera graves consequências sociais.	A maior parte dos agentes econômicos estava protegida contra a desvalorização.

Como se pode perceber, há notáveis diferenças de política econômica entre o Brasil e Argentina. A diferença foi que o Brasil implementou o Plano Real e criou melhores condições para a estabilização econômica. Posteriormente, após a crise cambial de 1999, reformulou sua política fiscal e macroeconômica com a implementação da lei de responsabilidade fiscal e do tripé macroeconômico baseado em metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário. Os problemas históricos do Brasil relacionados à necessidade de financiamento das contas públicas e de equilíbrio externo continuavam presentes, apesar da política de estabilização, representando os grandes desafios a vencer até hoje.

#### 1.1.4. Turbulências dos Anos 2000

Considerada a maior crise desde a quebra da bolsa em 1929, a crise financeira internacional afetou a todos os países. Iniciada em 2007, com a Crise do *subprime* a Crise Financeira Internacional dos anos 2000 se desdobrou em duas grandes ondas: a 1<sup>a</sup> onda da crise derruba os bancos em 2008 e a 2<sup>a</sup> onda da crise derruba os governos em 2010.

**Figura 1 - Fases da Crise Financeira Internacional dos Anos 2000.**



Fonte: Autor

#### **1.1.4.1 - Crise do Subprime**

A crise do *subprime* foi desencadeada em 2006, a partir da quebra de algumas instituições de crédito dos Estados Unidos que concediam empréstimos hipotecários de alto risco, arrastando vários bancos para uma situação de insolvência e repercutindo sobre as bolsas de valores de todo o mundo. A crise ganhou destaque a partir de fevereiro de 2007, culminando na crise econômica de 2008.

O gatilho dessa crise foi o *subprime* (em inglês: *subprime loan* ou *subprime mortgage*), uma linha de crédito de alto risco em que o banco emprestava dinheiro para a compra de casas sem a necessidade de o indivíduo comprovar renda, ou qualquer outra garantia, apostando somente no crescimento do mercado imobiliário.

#### **Causas da crise do Subprime**

Pode-se dizer que o início da crise foi em 2001, com a ruptura da “bolha da Internet”. Para proteger os investidores, o presidente do Federal Reserve Americano decidiu orientar os investimentos para o setor imobiliário. Adotando uma política de juros baixos e redução de despesas financeiras, os intermediários financeiros e imobiliários foram induzidos a incentivar o investimento em imóveis, principalmente através da Fannie Mae e da Freddie Mac, que já vinham crescendo muito desde que os governos norte-americanos as utilizaram para financiar casas para a população de baixa renda. O governo garantia os investimentos realizados por essas duas instituições. Bancos de vários países do mundo, atraídos pelas garantias do governo norte-americano, acabaram emprestando dinheiro a imobiliárias através da Fannie Mae e da Freddie Mac, que estavam autorizadas a captar empréstimos em qualquer parte do mundo.

#### **O boom do mercado imobiliário norte-americano**

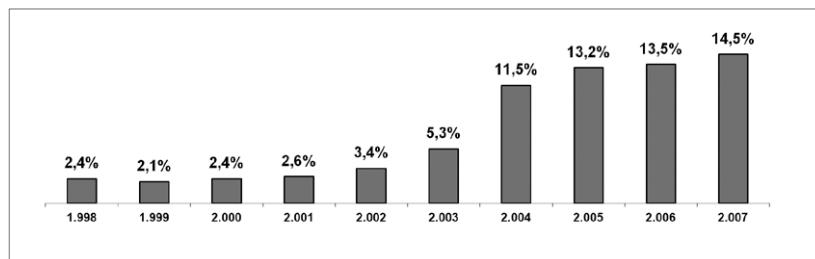
Nos últimos anos, como os preços dos imóveis estavam em alta nos Estados Unidos e havia uma grande liquidez no mercado internacional, os bancos e financeiras norte-americanas começaram a aumentar o volume de empréstimos destinados àquelas pessoas com histórico de crédito ruim para as mesmas poderem comprar casas. Esse aumento nos empréstimos se deu via elevação de empréstimos *subprime*, que se refere a uma espécie de crédito de segunda linha que é concedido a pessoas físicas ou jurídicas que não preenchem os requisitos dos créditos de primeira linha. Ou seja, são créditos com alto risco de inadimplência e por essa razão os credores cobram taxas anuais altas, o que os torna mais atraentes para os gestores de fundos e bancos em busca de retornos melhores.

**Características  
dos Devedores  
*Subprime***

- Renda incompatível com as prestações assumidas;
- Passado recente de inadimplência;
- Documentação incompleta e inadequada.

Durante esse período, operações conhecidas com Ninjas (*no income, no job or asset*), ou seja, aquelas que envolviam devedores que não tinham renda, patrimônio ou trabalho, cresceram aumentando sua participação no montante de operações hipotecárias convencionais, como demonstra o Gráfico 1.

**Gráfico 1** - Participação do *subprime* nos empréstimos hipotecários.



Fonte: o autor

Os prazos de pagamentos dessas operações constituíam outro fator preocupante. Na maioria dos casos, esses prazos eram para 30 anos, o que agrava ainda mais o risco desses financiamentos. Podemos desmembrá-las em dois regimes de pagamentos:

- período inicial: dois ou três anos iniciais de financiamento onde as prestações e as taxas de juros eram fixas e baixas;
- período subsequente: nos 27 ou 28 anos restantes, as taxas de juros e as prestações eram mais elevadas que no regime anterior, além de serem reajustadas periodicamente a um indexador de mercado.

Tais empréstimos eram também conhecidos por 2/28 e 3/27. Os tomadores, por sua vez, começaram a ter dificuldade em honrar com suas obrigações quando estas passavam do regime inicial para o subsequente. Uma das maneiras que os indivíduos encontraram de

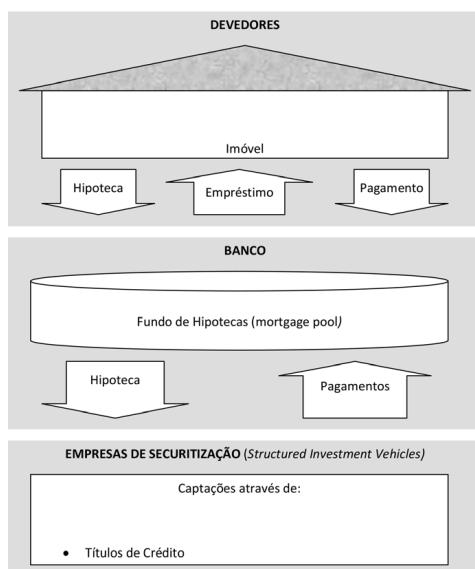
se livrar desse problema era trocar a dívida em vigência por uma nova, do tipo 2/28 ou 3/27, porém de valor menor. Essa manobra era possível até meados de 2006, dado que os preços dos imóveis estavam cada vez mais se valorizando. Assim, o devedor voltava ao início dos dois e três anos iniciais onde as prestações e as taxas de juros eram baixas.

### A participação dos bancos

O crescimento do mercado de *subprime* foi viabilizado graças às instituições financeiras que vendiam títulos para obterem recursos. Entender os processos de como as instituições financeiras operacionalizavam esses títulos é de grande valia para percebermos como a bolha se formou e gerou a crise internacional.

Por securitização entende-se uma tecnologia financeira usada para converter uma carteira relativamente homogênea de ativos em títulos mobiliários passíveis de negociação. É uma forma de transformar ativos relativamente ilíquidos em títulos mobiliários líquidos e de transferir os riscos associados a eles para os investidores que os compram. Os títulos de securitização são, portanto, caracterizados por um compromisso de pagamento futuro, de principal e juros, a partir de um fluxo de caixa proveniente de carteira de ativos selecionados. Para entendermos melhor todo esse processo, utilizamos como auxílio um esquema que ilustra a securitização nos mercados financeiros norte-americanos.

**Figura 2** Securitização nos mercados financeiros norte-americanos.



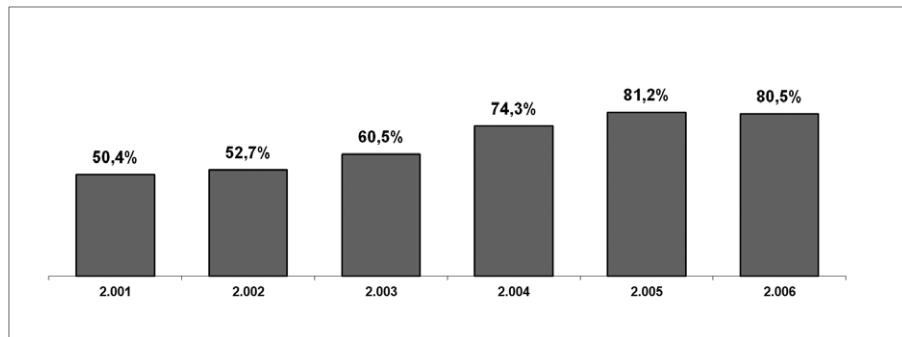
Num primeiro momento, vemos as operações originais que ligam os devedores aos bancos através de transferências de diferentes contratos de hipotecas, para o mesmo fundo de investimento conhecido como *mortgage pool*. Este então emitia cotas (*tranches*) de classes diferentes, cada uma representando uma taxa de retorno que era proporcional ao risco que seu cotista estivesse assumindo. A parcela que assumia as primeiras perdas recorrentes a atrasos e inadimplência era conhecida como Capital (*equity*) ou “Lixo Tóxico” (*toxic Waste*), dada a dificuldade de descarte dessa categoria. Os cotistas que tinham esse ativo recebiam taxas mais elevadas de remuneração como contrapartida do risco corrido, e esse mecanismo funcionava como um amortecedor de riscos para as outras parcelas de investidores que completam esse mercado. Se os prejuízos adquirissem magnitude superior ao comportamento com *equity*, a responsabilidade era passada para o próximo nível (o B) e assim sucessivamente, como pode ser observado na Figura 4.1. As instituições financeiras derivavam essas cotas em três grupos: as de risco menor (AAA, AA e A) eram vendidas diretamente ao investidor. As de risco médio (BBB, BB e B) e as de risco extremo (*equity*) eram submetidas a operações financeiras para melhorarem sua classificação de risco, fazendo uso de derivativos. Cotias de nível médio eram transferidas para um Fundo de CDO – *Collateralised debt obligations* (Títulos Garantidos por Dívidas) que também possuíam derivativos, títulos de dívidas, entre outros. O CDO de hipotecas residenciais era composto de direitos sobre contratos distribuídos em diversos tipos de modalidades.

Esses instrumentos financeiros visavam maximizar a diluição de risco das hipotecas e melhorar a sua classificação diante do mercado. Toda essa operação permitia que os bancos transmutassem 75% das dívidas de uma CDO por novos títulos com classificação superior aos ativos que integravam o fundo. Os bancos assim conseguiam recursos mais em conta para financiarem as parcelas mais arriscadas do *subprime*.

Para resolver os problemas com os títulos menos atraentes, os *equity*, foram criadas empresas como SIV – *structured investment Vehicles* (“Empresas de Investimentos Estruturados”), que tinham como objetivo emitir títulos de curto prazo (*Commercial Papers*) para dar liquidez ao capital de giro das empresas norte-americanas. Para consertar o descompasso das durações dos *Commercial Papers* (que tinham duração de três ou seis meses) entre os títulos de 30 anos que compunham sua carteira, as SIV colocavam e resgatavam seus títulos através de programas permanentes. Unindo as rentabilidades elevadas das cotas com as taxas de juros baixas dos *Commercial Papers*, as SIV transpareciam para o investidor grande atratividade de soluções de liquidez.

No Gráfico 2, percebe-se como a proporção dessas hipotecas securitizadas aumentou substancialmente (em 2001, representava 50,4%, e passou para 80,5% no ano de 2006).

**Gráfico 2** Evolução do percentual de hipotecas *subprime* securitizadas.



Fonte: Autor

### A reversão das expectativas dos tomadores de hipotecas

Os tomadores de hipotecas acreditavam que, com o preço das casas em alta e os juros baixos, conseguiram refinanciar seus empréstimos e obter condições mais favoráveis quando o período de juros baixos terminasse. Porém, aconteceram duas coisas contrárias às expectativas desses agentes. A primeira é que o Federal Reserve aumentou a taxa de juros de forma a conter o consumo e a inflação; logo, as parcelas do financiamento das casas começaram a subir. A segunda é que a “bolha” dos preços de casas estourou e eles começaram a cair; com isso, ficou mais difícil renegociar as hipotecas *subprime*, o que levou a uma onda de inadimplência, e muitas famílias perderam suas casas.

O mercado imobiliário que se mostrava em forte expansão até meados de 2006, iniciou uma trajetória de queda acentuada. Em setembro de 2006, houve redução de 30% nas vendas totais de imóveis residenciais nos Estados Unidos. Os preços de imóveis caíram de forma expressiva no final de 2006 devido à queda acentuada na demanda. Essa redução da demanda é em boa parte explicada pelo aumento de juros da economia norte-americana que no contexto estava sendo praticado para combater a inflação. Os devedores, diante de uma queda nos preços das casas, com um aumento tanto das taxas de juros quanto das mensalidades, começaram a deixar de honrar suas dívidas, o que repercutiu em um aumento significativo do índice de inadimplência. Um dado relevante divulgado pela Le Monde Diplomatique de setembro de 2007 revelou que 14% dos tomadores de empréstimo *subprime* se tornaram inadimplentes no primeiro trimestre daquele ano.

Os atrasos das prestações atingiram não somente as cotas *equity*, mas também as outras categorias que compunham os CDO. Sem informações claras sobre os prejuízos com que arcariam, os investidores começaram a resgatar suas aplicações sobre esses fundos e deixaram de renová-las junto às SIV. Toda essa atmosfera de incerteza retraiu a liquidez dos bancos, que viram seus custos de captação aumentar, atingindo até os mercados interbancários.

Os Bancos Centrais foram incentivados a intervirem ofertando taxas mais baratas para melhorar a liquidez das instituições. O *rating* das SIV piorou diante das classificações de risco, e em dezembro de 2007 o Citigroup anunciou que estava assumindo as obrigações das SIV (neste momento já havia proporcionalmente um total de 49 bilhões de dólares em ativos ruins). Em setembro de 2008, observaram-se as grandes hipotecárias Fannie Mae e Freddie Mac apresentarem sinais de falência e o governo injetando até 200 bilhões para salvá-las. Mas a crise se agravou de maneira expressiva com o pedido de concordata do Lehman Brothers, que diferentemente das hipotecárias citadas, não recebeu intervenção estatal.

Com a notícia, outras instituições começaram a ser vendidas e uma crise de confiança se alastrou nos mercados financeiros de todo o mundo. Subsequentemente, a crise, que a princípio era financeira, iria tomar tamanhas proporções que atingiram também a economia real.

**Quadro 4 - Principais medidas adotadas pelos países para diminuir os efeitos da crise.**

Medidas	Países que adotaram
Políticas Anticíclicas dos Governos	<ul style="list-style-type: none"><li>• Estados Unidos</li><li>• Zona do Euro</li><li>• Grã-Bretanha</li><li>• Japão</li><li>• China</li><li>• Brasil</li></ul>
Diminuição das Taxas de Juros	<ul style="list-style-type: none"><li>• Estados Unidos</li><li>• Zona do Euro</li><li>• Grã-Bretanha</li><li>• Japão</li><li>• China</li><li>• Índia</li><li>• Canadá</li><li>• Brasil</li></ul>
Políticas Institucionais	<ul style="list-style-type: none"><li>• Zona do Euro</li><li>• G20</li><li>• Bancos</li></ul>
Socorro a Países	<ul style="list-style-type: none"><li>• Ucrânia</li><li>• Islândia</li><li>• Hungria</li><li>• Paquistão</li></ul>

#### *1.1.4.2. Crise financeira europeia: crise das dívidas soberanas*

Em 2010, uma segunda onda da crise originada com a Crise do *subprime* atingiu os países da zona do euro levando-os a situações de insolvência. Fragilizados pelo seu elevado endividamento, alguns países tiveram dificuldade no pagamento ou refinanciamento de suas dívidas sem a ajuda de terceiros. Isso reduziu a confiança dos investidores nesses países e levaram a uma grande crise e turbulência em seus mercados, que ficou conhecida como Crise Financeira Europeia ou Crise da Zona do Euro.

A crise começou com a difusão de rumores sobre o nível da dívida pública da Grécia e o risco de suspensão de pagamentos pelo governo grego. Apesar das dificuldades com a dívida grega terem início no final de 2009, só se tornaram públicas em 2010. A crise grega resultou tanto da crise econômica mundial como de fatores internos ao próprio país como o forte endividamento (cerca de 120% do PIB) e déficit orçamentário superior a 13% do PIB.

A crise não só gerou efeitos adversos nas economias dos países mais atingidos, como também teve impacto político significativo na governabilidade de 8 dos 17 países da zona euro, levando a mudanças de poder na Grécia, Irlanda, Itália, Portugal, Espanha, Eslovénia, Eslováquia e Países Baixos.

#### **Causas da crise da zona do euro**

A recente crise europeia teve como origem vários fatores, desde a globalização dos mercados financeiros; facilidades nas condições de crédito no período 2002-2008 que encorajaram práticas com elevados riscos de crédito; a crise do *sub-prime*; desequilíbrios no comércio internacional; políticas orçamentarias gerando déficits crônicos; as soluções adotadas por alguns países para salvar os bancos em dificuldades, transferindo para a dívida pública o passivo dessas entidades.

**Destacam-se como causa da crise:**

#### **Falta de Competitividade**

Para a formação da zona do euro, esperava-se que houvesse uma convergência mínima no tocante à competitividade entre as nações. Uma ideia que todas as nações são ou poderão ser competitivas entre si sem necessidades especiais de intervenção. Porém, após a união das nações, percebeu-se que já havia um diferencial de competitividade preexistente, e essa perda de competitividade ano após anos, notadamente nos países periféricos, foi um dos fatores-chaves para o desequilíbrio que estabeleceram as raízes da crise.

## **Falta de autonomia de política monetária**

A carência institucional resultante da própria formação da União Europeia foi um ponto importante. Faltou uma união do sistema bancário possibilitando desequilíbrios entre bancos com custos menores de captação e bancos com custos mais elevados. Os gastos com seguro-desemprego não estavam adequados às características de cada país. Faltou a criação de uma Entidade Fiscal centralizadora.

Uma arma para conter uma massiva fuga de capitais pelas autoridades monetárias é a elevação considerável das suas taxas de juros nominais. Essa medida foi tomada inicialmente nos países como Grécia, Irlanda e Portugal, que naquele momento eram as nações que estavam com maior problema fiscal.

Porém, nesse momento em que a economia estava abalada, questionada, a citada majoração das taxas de juros nominais não se revelou suficiente para acalmar os ânimos do mercado que, considerando o eminent risco de não pagamento dos títulos daqueles países, passou a exigir taxas de retorno cada vez mais altas.

Acreditava-se que a qualquer momento e sempre que necessário os países com dificuldades fiscais poderiam sempre contar com países da zona do euro que estavam com suas contas equilibradas, porém chegou num limite que mesmo com o apoio do Fundo Monetário Internacional (FMI) não surtiu mais os efeitos desejados no combate a crise.

A não hegemonia entre países da zona do euro deixaram as instituições supranacionais impedidas de agir em seu objetivo principal que seria atender ao interesse de todos os países de maneira similar. Assim sendo, quando se fez necessária uma tomada de posição ativa dessas instituições, estas acabavam por haver privilégios aos interesses das nações centrais.

## **Dívidas soberana elevadas**

Dívida soberana é uma dívida onde o estado assume ou garante o seu pagamento. A dívida soberana pode ser interna onde os residentes desta nação são seus credores ou externa onde um ou mais países ou até mesmo organizações são credoras. Como por exemplo, a União Europeia (EU) ou FMI.

Desde a adoção do euro em 2002 a dívida soberana de alguns países da União Europeia aumentou significativamente e se tornou o grande desafio para os países membros do bloco. Países como a Grécia, Portugal, Espanha, Itália e Irlanda apresentavam endividamento muito acima do estabelecido no Tratado de Maastricht (1992), que criou a zona do euro. O tratado

previa que a relação do PIB e o endividamento não poderiam ultrapassar 60%, porém esses países já o haviam ultrapassado como se pode ver na tabela abaixo:

**Quadro 5 - Relação Dívida/PIB (em %)**

Países	Relação dívida / PIB (em %)	
	2010	2011
Grécia	144,9	165,6
Itália	118,4	121,0
Irlanda	94,9	109,3
Portugal	93,3	106,0
Alemanha	83,2	82,6
França	82,3	86,8
Reino Unido	79,9	80,7
Espanha	61,0	67,4

Parte desse endividamento pode ser explicada pelas renúncias fiscais, além de suas possibilidades feitas pelos governos com intuito de salvarem suas economias das consequências da ruptura do sistema de financiamento de imóveis nos Estados Unidos da queda de preços de *commodities* internacionais. Bem como, da falta de coordenação política da União Europeia para resolver questões de endividamento público das nações do bloco.

Apesar da dívida soberana ter aumentado substancialmente em poucos países da zona do euro, e de os três países mais afetados, Grécia, Irlanda e Portugal, representarem apenas 6% do PIB da zona do euro, foi entendido como sendo um problema da zona do euro como um todo, e levou à especulação acerca do contágio a outros países europeus e do possível desmantelamento da zona do euro.

Mas o problema não estava somente no endividamento elevado dos países europeus, começou a surgir desconfiança, por parte dos investidores, de que os governos não poderiam honrar as suas dívidas e consequentemente isso afetou a entrada de novos investimentos nesses países. Menos investimento implica em menor capacidade de expansão das economias e como resultado direto redução do emprego e da capacidade de consumo das famílias.

### **Falta de liquidez**

A Liquidez corresponde à velocidade e facilidade com a qual um ativo pode ser convertido em dinheiro em caixa.

As nações que tinham sido previamente consideradas investimentos seguros estavam agora, ameaçadas de serem potenciais inadimplentes; custos de empréstimos começaram a se mover de maneira que dar-se vida a esse temor. Uma vez potenciais inadimplentes, os títulos públicos para os investidores poderiam ser meros papéis e não mais moeda de troca por dinheiro em caixa.

Após o estouro da crise dos *sub-primes*, houve um aumento da aversão ao risco – aumento do rigor na classificação de risco de cada país por parte das agências de classificação, com avaliação dos indicadores individuais, vários países tiveram suas notas rebaixadas - e perda da confiança dos investidores, a corrida para a liquidação dos ativos desestabilizou diversas nações. Nestes termos, a crise que estava restrita a cada país se transformou na crise da zona do euro.

A preocupação com a solvência da dívida dos países deu lugar a uma crise de liquidez envolvendo todos os países da União Europeia. Dessa forma, o endividamento dessas instituições/nações também ultrapassou o limite de dívida considerado sustentável, o que ocasionou a crise da zona do euro.

### **Repercussão da crise da Zona do Euro**

A crise iniciada na zona do euro causou desequilíbrios ao redor do mundo. O produto interno bruto da União Europeia representava em 2012, 23% da economia mundial, totalizando \$13,4 trilhões de euros, levando em consideração o PIB e o câmbio da época. A significância da Zona do Euro na economia mundial, fez com que diversos países sofressem com a diminuição do nível de investimento, a queda nas exportações de bens e serviços e consequentemente, enfrentassem dificuldades para manter o crescimento e a difícil recuperação em curso desde a crise do sub-prime.

Dentre os países membro da Zona do Euro, cinco países são colocados no grupo daqueles que registraram maior deterioração nos seus quadros econômicos, são estes: Grécia, a Irlanda, Portugal, Espanha e a Itália.

Estes países registraram uma forte deterioração da situação fiscal e se viram muito expostos aos riscos de não conseguirem rolar suas dívidas públicas. Desta forma, conforme mencionado anteriormente, todos estes países tiveram que adotar fortes medidas de austeridade fiscal e importantes reformas estruturais em suas economias, que resultaram num processo de ajuste doloroso.

Além disso, a crise também trouxe consequências como:

- Fuga de capitais de investidores.
- Escassez de crédito.
- Aumento do desemprego.
- Descontentamento popular com medidas de redução de gastos adotadas pelos países como forma de conter a crise.
- Redução dos *ratings* das nações e bancos dos países mais envolvidos na crise.
- Queda do PIB dos países da União Europeia como consequência do desaquecimento da economia mundial.
- Recessão econômica mundial provocada pela contaminação da crise para países fora da Zona do Euro.

Em 2010 foi criado o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (EFSF) com o objetivo de preservar a estabilidade financeira na Europa, providenciando ajuda financeira aos países que foram mais afetados pela crise. Também foi criado o Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (EFSM), que foi um programa de financiamento de emergência, que utilizava fundos dos mercados financeiros. Tais programas foram substituídos em 2012 pelo Mecanismo de Estabilidade Europeu (ESM), que visava providenciar acesso imediato a programas de assistência financeira para os estados membros da Zona do Euro.

Como resultado de uma consolidação fiscal bem-sucedida, da implementação de reformas estruturais nos países mais em risco, e de várias medidas políticas tomadas pelos líderes da União Europeia e do Banco Central Europeu, a estabilidade financeira da zona do euro melhorou significativamente em meados de 2012 e as taxas de juro passaram a uma tendência de descida. Isso também reduziu bastante o risco de contágio a outros países da zona do euro. Em outubro de 2012, apenas três países se debatiam com taxas de juro de longo prazo superiores a 6%: Grécia, Portugal e Chipre.

## **1.2. Contribuições para a Análise de Investimentos**

---

### *1.2.1. Contribuição da Análise Técnica*

Em 1700 surgem os primórdios da análise técnica no Japão, quando algumas famílias japonesas começaram a formular o preço do que hoje denominamos “Contratos Futuros de Arroz”. Essas famílias passaram a acompanhar o comportamento do preço do arroz e formular tendências.

Munehisa Homma, nascido em 1724, destacou-se como um operador de sucesso da

Bolsa de Arroz de Dojima e para isso desenvolveu elaborada teoria sobre o comportamento do mercado. Para compreender tal comportamento, analisou os movimentos de preços do arroz desde a época em que os negócios eram realizados no jardim de Yodoya. Através de sua grande capacidade de observação, percebeu que o mercado se comportava de forma repetitiva e que era possível identificar padrões para esse comportamento.

Munehisa adotou a forma gráfica para ilustrar os preços que acompanhava. Cada período era representado por uma “vela” formada pelos preços de abertura e fechamento. Se no final das negociações o preço de fechamento terminasse acima do preço de abertura, o corpo da vela seria branco. Se o preço de fechamento estivesse abaixo do preço da abertura, o corpo da vela seria preto, ou seja, a cor utilizada para preenchimento da vela varia de acordo com o movimento.

Podemos conceituar a análise técnica como um estudo dos movimentos passados dos preços e dos volumes de negociação de ativos financeiros, com o objetivo de fazer previsões sobre comportamento futuro dos preços.

A escola técnica ou gráfica baseia-se na tese de que os preços das negociações futuras são fortemente dependentes dos preços das negociações anteriores, sendo possível, então, prever tendências de preços valendo-se da observação dos movimentos passados. Ou seja, seu principal *input* é o comportamento histórico de preços.

No ocidente, entre 1900 e 1902, é anunciada por Charles H. em uma série de artigos publicados no *The Wall street Journal*, a Teoria Dow. A teoria tinha como objetivo a identificação das tendências do mercado e é considerada a mais antiga das explicações teóricas sobre a existência de grandes tendências no mercado de capitais.

Charles Dow era jornalista foi cofundador da Dow Jones & Company juntamente com Edward Jones e Charles Bergstresser. Dow também fundou o *The Wall street Journal*, que se tornou uma das mais respeitáveis publicações sobre economia do mundo. Charles Dow foi o primeiro a utilizar um índice médio de cotação como instrumento de avaliação dos preços das ações da *New York stock exchange* (Nyse) por volta de 1884. Ele criou três índices que são utilizados até hoje, apesar de terem sofrido algumas mudanças em sua composição. São eles: o Dow Jones Industrial (composto por 30 ações), o Dow Jones Transportes (composto por 20 ações) e o Dow Jones Serviços (composto por 15 ações). A utilização de índice permitiu a mensuração diária do comportamento dos mercados.

A teoria sustenta que as ações negociadas seguem uma tendência de alta ou baixa, a qualquer momento, e para estudar o mercado é necessária a construção de uma média da evo-

lução dos preços, por meio de uma amostra representativa de ativos. Daí o surgimento, nos Estados Unidos, do conhecido índice Dow Jones, que até hoje é o indicador geral mais acompanhado pelo público.

Em 1939, Ralph Nelson Elliott cria a Teoria das Ondas, considerada pelos especialistas da área como uma das principais ferramentas para localizar ou até antecipar determinadas fases dos ciclos da bolsa.

Ralph Nelson Elliot era um contador americano e entrou para a história da análise de investimentos financeiros por antever padrões perceptíveis de comportamento das ações. Enquanto trabalhava na América central, Elliott descobriu que havia contraído uma doença intestinal, a qual forçou a antecipação de sua aposentadoria, aos 58 anos. À procura de uma distração enquanto se recuperava da doença, ele compilou 75 anos de dados de índices acionários. Em 1934, ele resumiu todas suas observações que resultaram na base para a criação da Teoria das Ondas.

O Princípio das Ondas proposto por Elliot foi baseado em suas observações, durante vários anos, de que os movimentos dos integrantes do mercado, suas tendências e suas mudanças seguem determinado tipo de comportamento identificável em forma de padrões ou figuras (ondas).

Utilizando os dados relativos aos valores do *dow Jones industrials average* (DJIA) como objeto de observação, Elliot descobriu que mudanças nos preços das ações que compõem o índice seguem uma estrutura harmônica básica, que pode ser encontrada na natureza. A partir dessa descoberta, ele desenvolveu um sistema racional de análises do mercado.

### 1.2.2. A Contribuição da Análise Fundamentalista

Durante o início do sec. XX, as faculdades americanas começaram a fazer importantes estudos relacionados a temas de investimentos financeiros. As grandes corretoras de bolsa, também começam a desenvolver departamentos de análise compostos por profissionais de áreas exatas (estatísticos e matemáticos) que comparavam empresas do mercado através de alguns dados financeiros disponíveis.

O grande número de falências nos anos 20, assim como a utilização da visão de ramos, como o automobilístico, químico e industrial relacionado com o aço deram fundamentos para a regulamentação do mercado de capitais norte-americano. Porém, só com a crise econômica financeira de 1929, os estudos foram focando para áreas como liquidez e solvência. Assim a teoria de finanças foi se remodelando para fluxo de caixa, entre outros. Com a nova

teoria de finanças começa se a estudar mais ainda as empresas.

Nos anos 30, surgem os modelos de desconto de dividendos. O modelo é uma proposta simples para avaliar a empresa, e se baseia na hipótese de que o valor da ação é o valor presente dos dividendos esperados.

Um dos primeiros modelos empregados para determinar o preço das ações foi o desenvolvido por John B. Williams, em 1931, o qual ainda é utilizado hoje. Williams afirmava que o preço de uma ação deve refletir o valor presente dos dividendos futuros da ação.

O mais famoso modelo foi o **Modelo de Desconto de Dividendos de Crescimento Constante, ou modelo de Gordon**, em homenagem a Myron J. Gordon, que popularizou o modelo, é um modelo de desconto de dividendos que supõe que os dividendos crescerão a uma taxa constante. Esse modelo não elimina a necessidade de estimativa das expectativas, mas oferece uma hipótese de como estas ficam refletidas no valor atual das ações.

As hipóteses básicas do modelo de Gordon são:

Primeira: que os dividendos permaneçam constantes ao longo do tempo. Essa hipótese implica na taxa de crescimento zero da empresa e na distribuição total do lucro gerado em cada período.

Segunda: que os lucros da empresa apresentem crescimento ao longo do tempo a uma taxa constante  $g$ . Como consequência, a série representativa dos dividendos que constituem o fluxo de recebimentos do acionista cresce segundo uma progressão geométrica de razão  $(1 + g)$ .

Terceira: que a taxa de retorno esperado da ação  $E(R_i)$  seja maior que a taxa de crescimento dos dividendos  $g$ .

Em 1929, durante um **curso** ministrado por **Benjamin Graham** na Universidade de Columbia em New York, intitulado “**Investments**”, surge a chamada **Análise Fundamentalista**, que revolucionou a análise de investimentos em ações e segue tendo uma grande importância nos dias atuais. As anotações e exemplos utilizados durante o curso foram cuidadosamente organizados por um dos alunos, David Dodd, e constituíram a base para a publicação em 1934 do livro *The intelligent investor and security analysis*, a primeira tentativa de explicação do funcionamento do mercado acionário.

Pode-se conceituar a análise fundamentalista como o estudo de toda a informação disponível no mercado sobre determinada empresa, com a finalidade de obter seu verdadeiro valor, e

assim formular uma recomendação de investimento. O analista resume e analisa a informação, parte do passado e trata de predizer o futuro, para dar sua opinião.

O objetivo principal dessa análise é avaliar o comportamento da empresa visando à determinação do valor dela. Ela parte do princípio de que as ações têm valor intrínseco, que está associado com a *performance* da companhia emissora e com a situação geral da economia. Portanto, estuda os fatores que explicam o valor intrínseco de uma empresa, setor ou mercado, colocando em segundo plano os fatores de mercado, como preço e volume. Esses fatores são chamados de valores fundamentalistas.

O modelo de investimento proposto por Graham é uma estratégia conservadora que propõe a compra de ações de boa rentabilidade na atualidade, sem esperar crescimento futuro, e seguindo sempre as características determinadas a seguir:

- A empresa deve ter pago dividendo nos últimos 20 anos.
- Faturamento mínimo: 100 milhões de dólares.
- Relação Preço de Mercado/Valor Contábil não deve ser superior a 1,5.
- O Preço da Ação/Lucro da ação não deve ser superior a 15, calculado com a média dos benefícios dos últimos anos.
- A rentabilidade não deve ser inferior a 2,5%.

Nos artigos “**The Cost of Capital, Corporation Finance**” e “**The Theory of Investment**”, ambos publicados em 1958 pela American Economic, **Franco Modigliani e Merton Miller** desenvolveram um modelo composto de duas proposições, inicialmente em uma realidade hipoteticamente sem impostos. Eles demonstraram que a escolha de uma política de financiamento feita por uma empresa não pode afetar seu valor de mercado, desde que ela mantenha sua distribuição de fluxos de caixa. Portanto, não existiria uma estrutura ótima de seu Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), pois, qualquer que seja a proporção entre os recursos próprios e de terceiros que financiem uma empresa, o valor de suas ações não seria afetado.

A estrutura de capital, segundo a teoria de M&M, explica que, mesmo que o capital de terceiros seja teoricamente mais barato, por outro lado, ao ser incorporado no financiamento da organização, existe uma contrapartida com o aumento da taxa de desconto do capital próprio, frente ao maior risco da alavancagem financeira.

**O teorema de Modigliani-Miller** formou a base do pensamento moderno sobre estrutura de capital em finanças empresariais. Ele forneceu subsídios para análise de projetos de investimento considerando a estrutura de capital da empresa através de três métodos alternativos: valor presente ajustado, fluxos ao patrimônio líquido e o

custo médio ponderado de capital que levam em conta a alavancagem financeira.

### 1.2.3. A Contribuição da Teoria de Carteira

Em 1959, **Harry Max Markowitz** publicou seu livro *Portfolio selection*, com o qual se iniciou uma nova era na análise de investimentos. O mérito deste autor genial consiste na apresentação das bases da **moderna teoria de carteira**. Ele foi o primeiro a propor a administração de carteiras de ativos, com base na relação risco-retorno e na identificação matemática da “diversificação correta”. O risco de uma carteira não é a média dos riscos dos ativos individuais. Então, para cada dado nível de risco, identificou a respectiva carteira de maior retorno, definindo assim um conjunto de carteiras que chamou de “fronteira eficiente”.

Harry Max Markowitz, um economista americano especializado em análises de investimentos, apresentou sua Tese de Doutorado em 1952 na Universidade de Chicago com a contribuição de que a otimização da carteira caracteriza-se por uma transação entre o rendimento esperado do título individual e a contribuição deste título ao risco de carteira. Contrariando o pensamento dominante à época, de que a melhor opção para a composição da carteira consistia na concentração de investimentos em ativos que ofereciam os maiores retornos, Markowitz propôs que seria possível obter combinações mais eficientes de alocação de recursos por meio da avaliação e compensação do risco dos ativos que compunham a carteira.

Em seu artigo “*liquidity Preference as behaviour toward Risk*” (Preferência pela Liquidez como Comportamento Relativo ao Risco), publicado na *Review of economic studies* em 1958, James Tobin provou um “Teorema da Separação”, que mostrava que as técnicas de Markowitz poderiam ser aplicadas para encontrar a carteira tangente, e então os investidores poderiam escolher sua exposição ao risco variando seus investimentos na carteira tangente e no investimento livre de risco.

**James Tobin** foi um economista estadunidense, Professor na Universidade de Yale de 1950 a 1988, que reforçou os estudos sobre seleção de carteira de investimento, concluindo que o portfolio de ativos de risco mais adequado para qualquer investidor independe de sua atitude em relação ao risco.

Além disso, sua teoria explicou por que qualquer saldo monetário líquido deveria ser preferido em relação a saldos não líquidos, bem como determinar a parcela de cada um desses ativos. Tobin iniciou sua análise separando os saldos monetários retidos pelos indivíduos em duas categorias: para transações e para investimentos. Os saldos para transações, tal como a teoria dos estoques, servem para cobrir os hiatos que ocorrem entre os recebimentos e os gastos de renda,

enquanto os saldos para investimentos são retidos, basicamente, porque existem expectativas futuras com relação a variações do valor real, ou à variação de preços de outros ativos.

Os principais determinantes da preferência pela liquidez, segundo Tobin, não são a inelasticidade das expectativas da taxa de juros e a incerteza sobre o comportamento da taxa de juros futura da forma como Keynes abordava, mas a distribuição de probabilidade dos riscos estimados com a perda ou com o ganho de capital. Dessa maneira, os agentes econômicos desejam reter uma combinação diversificada de moeda e outros ativos em suas carteiras de títulos para alocação de suas riquezas.

Grandes inovações foram trazidas na década de 1960 no campo de análise de investimentos. Markowitz, com sua teoria de diversificação, inspirou modelos como o de **Sharpe: o CAPM**. Ainda que o CAPM estivesse mais direcionado para a gestão de carteira que para a análise, ele introduz uma etapa de valorização que complementa a análise fundamentalista clássica.

O artigo “*Capital asset Prices: a Theory of market equilibrium under Conditions of Risk*” publicado no *Journal of Finance* em 1964 por William Sharpe, com base na teoria de Markowitz, apresentou uma teoria para precificação de ativos, estimando o retorno esperado desse ativo ou avaliando seu risco, conhecido como CAPM - *Capital asset Pricing model*. Nesse artigo ele demonstrou que precisa existir uma estrutura específica entre os níveis de retorno esperado em ativos de risco. Essa teoria é usada para determinar a taxa de desconto apropriado ajustado ao risco em modelos de avaliação da empresa e nas decisões de orçamento de capital.

William Forsyth Sharpe, um economista americano, desenvolveu em 1964, o Modelo de Precificação de Ativos (CAPM). O CAPM é um modelo que relaciona o rendimento de um ativo com o do mercado no qual é negociado. O coeficiente de regressão é o coeficiente de volatilidade Beta. A ideia de Sharpe baseia-se na tentativa de se poder calcular o coeficiente de correlação linear dos retornos dos ativos em relação a um único ativo que atuaria como uma espécie de padrão para comparações. Segundo Sharpe, a carteira de mercado deveria atribuir pesos aos ativos de risco do mercado proporcionalmente a seus pesos na economia real.

O modelo de precificação de ativos de capital (CAPM) de William Sharpe (1964) e John Lintner (1965) marca o nascimento da **teoria da precificação de ativos**. O modelo CAPM agregou ao modelo de Markowitz conceitos que possibilitaram a simplificação do cálculo do risco. Os conceitos de investimento sem risco e carteira de mercado obtiveram ampla aceitação pela operacionalidade permitida e trouxeram grande popularidade ao modelo.

Teorias alternativas ao CAPM tem sido tema de pesquisas e a de maior destaque é o da preci-

ficação por arbitragem, desenvolvido por Steven Ross, o *arbitrage Pricing Theory* (APT). A APT originou-se de um artigo publicado por Ross em 1976 e, ao contrário do CAPM, que possuía vários pressupostos, a APT possui base de apenas uma premissa: dois ativos que proporcionam o mesmo fluxo de caixa devem possuir o mesmo espaço. O APT pressupõe um modelo de fatores múltiplos, onde mais de uma variável representa o risco sistemático, e não somente o retorno do mercado (beta), como no CAPM. A ausência de fundamento econômico e a inclusão de um conjunto limitado de fatores sem predeterminar, desestimularam sua adoção como modelo dominante na teoria de valorização de ativos.

A década de 1980 foi de certa forma um tempo de transição: as novas ferramentas de análise e gestão de carteira que provocaram grande furor nos anos 70, já haviam sido assimiladas pelos gestores de investimento, e ainda que não houvessem perdido sua validade já não recebiam tanta atenção quando de seu lançamento. A “*security analysis*” proposta por Graham volta a ser discutida com destaque, mas não da forma originalmente proposta, mas incluindo aspectos adicionais de grande relevância como preocupações estratégicas da análise: posicionamento estratégico da empresa, análise das barreiras de entrada na indústria, competitividade nacional e internacional etc.

Nos anos 90, a análise de investimentos se renovou, criando uma nova vertente conhecida como “*Valuation*”, na qual calcula-se o Custo Médio Ponderado do Capital (WACC), o EVA - *economic Value added* e Fluxo de Caixa.

Já na década de 1990, a análise fundamentalista ganha nova dimensão com a incorporação da análise quantitativa e seus modelos econométricos. Esses modelos buscam a previsibilidade da rentabilidade futura de um valor baseando-se em variáveis explicativas dela mesma. Nessa década, também foram desenvolvidos os conceitos sobre o mercado acionário estudado em conjunto com seus ativos através da análise setorial.

#### 1.2.4. A Contribuição da Análise Quantitativa

Já na década de 1990, a análise fundamentalista ganha nova dimensão com a incorporação da análise quantitativa e seus modelos econométricos. Esses modelos buscam a previsibilidade da rentabilidade futura de um valor baseando-se em variáveis explicativas dela mesma. Nessa década, também foram desenvolvidos os conceitos sobre o mercado acionário estudado em conjunto com seus ativos através da análise setorial.

A análise quantitativa consiste na utilização de um conjunto de regras matemáticas, estatísticas ou lógicas com o objetivo de construir e depois examinar uma representação matemática

da realidade econômica, que chamamos de modelo. A modelagem financeira é a tarefa de desenvolver uma representação abstrata (um modelo) de uma situação real do mundo financeiro. Isto significa um modelo matemático projetado para representar (uma versão simplificada de) o desempenho de um ativo financeiro ou portfólio de um negócio, projeto, ou outro qualquer investimento.

O trabalho de **Fama** foi de grande contribuição para a análise quantitativa. Fama analisou as cotações diárias dos trinta títulos do índice Dow Jones Industrial Average no período 1957-1962, tendo chegado a duas conclusões importantes, ambas em favor do passeio aleatório:

- As variações no logaritmo dos preços para intervalos de um, quatro, nove e dezesseis dias não evidenciavam relações de dependência estatisticamente significativas para a generalidade das ações, podendo admitir-se a hipótese da independência do modelo do passeio aleatório;
- As variações no logaritmo dos preços eram identicamente distribuídas mas, ao contrário dos autores referidos anteriormente, e considerando o carácter leptocúrtico das distribuições empíricas das ações analisadas, uma distribuição de Pareto estável com expoente característico inferior a dois, tal como defendera Mandelbrot (1963), era mais adequada do que a distribuição normal para descrever as variações no logaritmo dos preços das ações analisadas.

Eugene Francis Fama, um economista americano, professor da *Chicago school of economics*, ficou conhecido como **pai da Hipótese dos Mercados Eficientes**. O seu artigo intitulado *efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, foi publicado em maio de 1970, no *Journal of Finance* e possibilitou o desenvolvimento de modelos mais adequados.

O trabalho de Fama foi tão importante entre os académicos, que o modelo do passeio aleatório foi adotado para descrever a generalidade dos preços dos ativos financeiros.

Até meados da década de 60 admitia-se que o comportamento do preço das ações e de outros preços especulativos podia ser bem explicado pelo modelo do passeio aleatório. Como consequência, entendia-se que se um mercado fosse eficiente, isto é, se os preços refletissem em cada momento toda a informação disponível, o comportamento dos preços dos títulos nele transacionados deveria obedecer à lei do passeio aleatório.

Denomina-se mercado eficiente o mercado em que seus preços refletem toda a informação relevante disponível e o ajuste a nova informação seja instantâneo. A *teoria do mercado eficiente* afirma que os preços que regem os mercados descontam automaticamente toda nova informação que chega ao mercado e que possa repercutir neles. Ou seja, são aqueles nos quais os

preços correntes de mercado refletem as informações disponíveis. Isso significa que os preços correntes de mercado refletem o valor presente dos títulos e que não há maneira alguma de obter lucros extraordinários com o uso das informações disponíveis.

Segundo essa teoria, as cotações bursáteis têm um comportamento aleatório, ou seja, os processos nos quais as sucessivas alterações nelas são estatisticamente independentes e a correlação serial é zero.

Também na década de 1990, a questão do risco ganha contribuições com o trabalho de Sortino e Lee (1994) que abordou o conceito de risco denominado de *downside Risk*, considerando assim no cálculo da variância apenas as perdas financeiras, uma vez que o desvio padrão media tão somente o risco de não se atingir uma média, não mensurando o risco de se não atingir o ganho em relação a uma meta. Já segundo Jorion (1997), o *value at risk* consiste em uma forma quantitativa de avaliar a pior perda esperada dada um intervalo de tempo sob condições normais de mercado a um dado intervalo de confiança.

Alguns trabalhos se dedicaram a explicar a **utilidade da análise fundamentalista** para prever tanto lucro quanto retorno anormal das ações. Ou & Penman (1989) demonstraram que alguns índices financeiros são úteis para previsão dos lucros. Para Lev e Thiagajaran (1993), o objetivo da análise fundamentalista é a determinação do valor das ações a partir de variáveis como lucro, risco, crescimento e posicionamento competitivo. Os autores analisaram 12 variáveis financeiras amplamente utilizadas pelos analistas e, demonstraram que essas variáveis são diretamente correlacionadas

com retornos futuros. Abarbanell e Bushee (1997) partem da contribuição de Lev e Thiagajaran (1993) e mostram que uma estratégia de investimento baseada em nove das variáveis apresentadas é capaz de gerar retornos anormais significativos.

### 1.2.5. Outras Questões entram em Cena

Para concluir é importante destacar que alguns autores defendem a necessidade de um novo paradigma argumentando que os processos geradores de dados de natureza económica e financeira não consideram que as empresas constituem o ponto de convergência de várias forças econômicas, e que a nenhuma delas se pode atribuir prioridade absoluta sobre as outras. Desta forma, a análise de investimentos está em processo de incorporação de variáveis, que nem sempre estão contemplados nos modelos tradicionais.

A quantificação do Capital Intangível (capital humano, intelectual, tecnologia, carteira de clientes, etc.) passa a ser objeto de pesquisas visando à sua incorporação nos modelos de aná-

lise e decisão de investimentos. Do ponto de vista teórico, o pensamento sobre a questão ainda está no começo, evoluindo lentamente, por força das resistências acadêmicas que ainda privilegiam os modelos puramente quantitativos.

Esse tema será apresentado e melhor fundamentado mais adiante quando será abordado “A Integração ASG à Análise de Investimentos”.

O capítulo seguinte dará continuidade por onde tudo começou, a Análise Técnica, apesar de podermos admitir que a Análise de Investimentos tenha nascido com o início da Contabilidade já no final da Idade Média.



# **2** --- ANÁLISE TÉCNICA DE INVESTIMENTOS ---

Eduardo Matsura

Engenheiro e analista técnico  
credenciado da APIMEC Brasil

A Análise Técnica é um instrumento para a avaliação de investimentos, especialmente os ativos negociados na Bolsa de Valores. Este texto aborda de forma introdutória os principais fundamentos da Análise Técnica. Para aprofundar o assunto consulte os livros recomendados na bibliografia.

## 2.1. Princípios da Análise Técnica

---

A análise técnica está baseada em alguns princípios, que formam a base conceitual para o desenvolvimento de uma grande variedade de técnicas ou estudos. É preciso acreditar e praticar estes princípios, pois a Análise Técnica não é uma ciência.

### *O preço desconta tudo*

Não é importante saber POR QUE os preços se movem em uma direção; os motivos podem ser os mais diversos e na maioria das vezes difícil de descobrir.

Toda a informação relevante está embutida no preço: macroeconomia, análise setorial, balanço de empresas, fatores políticos, etc.

O importante é saber COMO os preços se movem. O que importa é saber quando comprar ou vender, sem precisar saber o motivo da alta ou da baixa.

Mais que os próprios fatos, o importante é saber como o mercado os interpreta e reage na forma da movimentação dos preços.

O movimento de alta ou baixa registrado em um gráfico pode ser a consequência de fatores econômicos, políticos, ou de qualquer outra natureza; toda a informação relevante está contida no preço. O PREÇO DESCONTA TUDO!

### *O preço tem tendência*

O comportamento da massa de investidores gera uma tendência; o mercado não é totalmente aleatório, a tendência gera situações de maior previsibilidade.

O movimento do preço reflete a percepção positiva ou negativa dos investidores em relação ao mercado. As expectativas mudam com frequência, mas existem períodos onde prevalece o otimismo ou o pessimismo. Nestes períodos observamos que em-

**bora os preços oscilem, eles caminham em uma tendência;** é nesta situação que aparece a melhor oportunidade para comprar ou vender.

### *A história se repete*

O mercado é movido por pessoas, ou melhor, por uma massa de pessoas cujo comportamento segue a lógica emocional da perda e do ganho, do medo e da ganância.

O comportamento da massa segue determinados padrões que se repetem ao longo do tempo. A repetição destes padrões registradas no gráfico aumenta a previsibilidade do mercado; a análise técnica existe porque **a história sempre se repete**, com pequenas diferenças, mas com padrões gráficos recorrentes.

A análise de padrões gráficos deve ser feita com muito cuidado, pois temos a tendência natural de perceber padrões em qualquer situação, mesmo onde eles não existem.

Observar padrões relevantes e válidos é mais uma arte do que uma ciência; é uma habilidade que se desenvolve gradualmente, com muito estudo e prática.

### *Ibovespa indexado pelo Dólar – Gráfico mensal (1992 – 2015)*



## 2.2. Tipos de gráficos

---

Existe basicamente 3 formas de representação do preço na Análise Técnica: Linha, Barras e Candlestick.

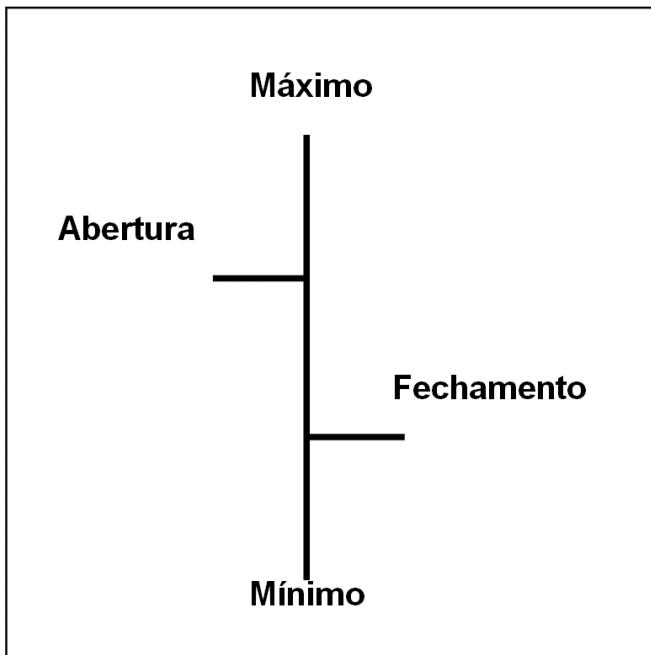
A forma mais simples de apresentar um gráfico de preços é o gráfico de linha. O gráfico de linha é composto pelo preço de fechamento diário; é um gráfico simples, de fácil visualização, e suficiente para a identificação de alguns padrões gráficos, mas é pouco utilizado na prática.

### *Gráfico de Barras*

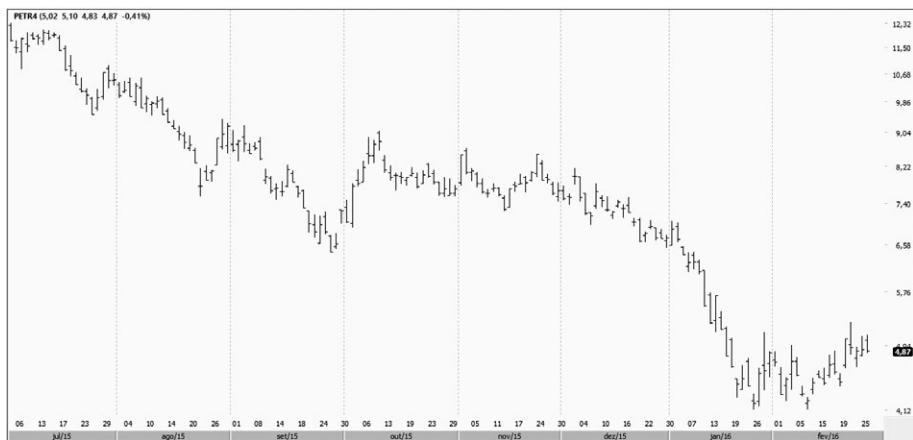
Entretanto, existem outros preços importantes, além do preço de Fechamento: O preço de Abertura, o preço Máximo e o preço Mínimo do dia.

Uma das formas de representar os 4 preços, é o gráfico de barras.

Neste gráfico, o valor do preço é identificado ao longo de uma barra, sendo que o preço de abertura é indicado por um traço horizontal à esquerda da barra, e o fechamento à direita da barra.



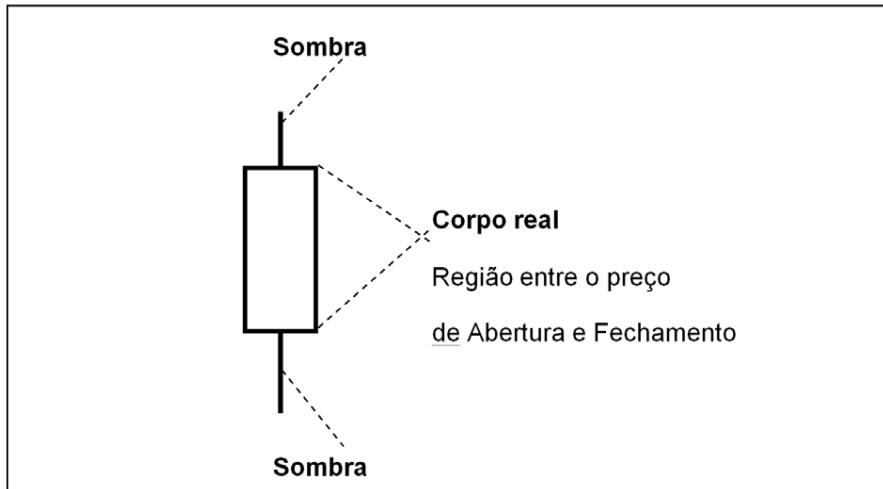
## Petrobras PN (PETR4) – Gráfico de Barras



## Gráfico Candlestick

O gráfico Candlestick é formado por um **corpo** e uma **sombra** superior e inferior.

Como no gráfico de Barras, cada Candle (vela) representa 4 preços; o corpo representa os preços de Abertura e Fechamento; as sombras representam os preços Máximo e Mínimo.



Quando o corpo é **vazado** o candle é de **alta**, o preço de fechamento está acima do preço de abertura.

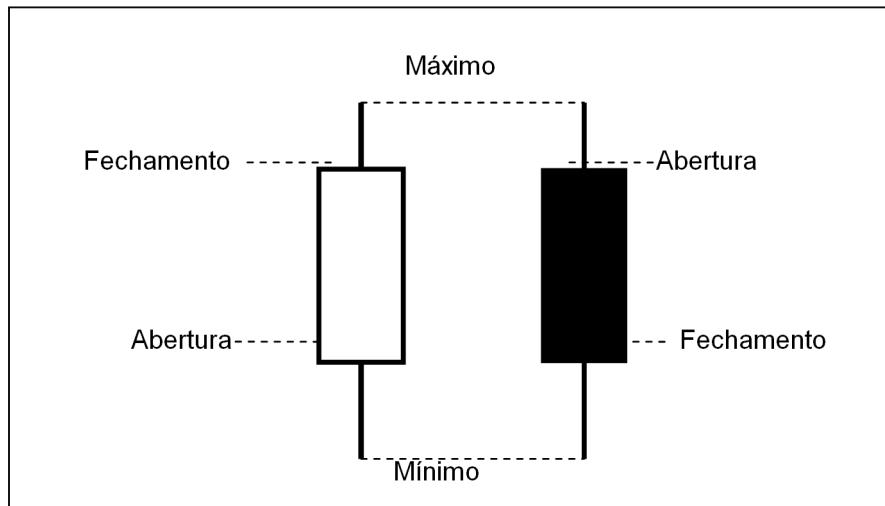
Quando o corpo do Candle está **preenchido**, significa que o mercado fechou em **baixa**, o preço de fechamento está abaixo do preço de abertura.

A maioria dos softwares gráficos permite identificar os candles de alta e de baixa através da diferenciação das cores; azul ou verde para alta, e vermelho para baixa, por exemplo.

### *Períodos Gráficos*

Uma barra ou candle pode representar o preço em qualquer intervalo de tempo: um dia, uma semana, um mês, ou um período intradiário como 15 minutos.

O mais comum é o gráfico diário, onde os preços de abertura, máximo, mínimo e principalmente o fechamento têm significados mais importantes, pois o mercado faz um planejamento diário para as suas operações.



O período intradiário ou intraday, é utilizado para ativos negociados em mercados mais líquidos, como opções e futuros, onde se pratica o daytrade, a compra e venda de um ativo no mesmo dia.

É comum fazer análises simultâneas de gráficos com diferentes períodos com o objetivo de utilizar táticas operacionais de curto prazo (Daytrade e SwingTrade).

Mas o importante é que a Análise Técnica é válida para todos os períodos gráficos, atendendo a estratégias de curto, médio e longo prazo.

#### Petrobras PN (PETR4) – gráfico semanal, diário, 60 min e 5 min.



## 2.3. Tendência

A Teoria de Dow tem como seu principal fundamento o estudo da tendência.

Uma tendência parece visualmente evidente no gráfico do preço, mas para detectá-la corretamente é necessário recorrer a uma definição mais técnica. A partir desta definição será possível analisar padrões gráficos mais elaborados.

### Tendência de Alta

É caracterizada por **fundos ascendentes**.

**Fundos** são pontos de **Suporte**, é onde a força dos compradores supera a dos vendedores; fundos ascendentes significam que os compradores estão dispostos a comprar a um preço cada vez mais alto, o que dá sustentação e continuidade à tendência de alta.

### *Linha de Tendência de Alta*

Uma linha de tendência de alta é desenhada unindo os fundos cada vez mais altos de um movimento de alta.

Pode-se iniciar o desenho de uma linha de tendência ligando 2 pontos (fundos); no entanto, a linha somente será confirmada com o toque de um terceiro ponto.

### *Braskem PNA Diário (BRKM5)*



### *Tendência de Baixa*

É caracterizada por **topos descendentes**.

**Topos** são pontos de **Resistência**, é onde a força dos vendedores supera a dos compradores; topos descendentes significam que os vendedores estão dispostos a vender a um preço cada vez mais baixo, o que dá sustentação e continuidade à tendência de baixa.

### *Linha de Tendência de Baixa*

Uma linha de **tendência de baixa** é desenhada unindo topos cada vez mais baixos de um movimento de baixa.

## *Braskem PNA Diário (BRKM5)*



### *Características da Linha de Tendência*

O grau de importância de uma linha de tendência é proporcional ao número de toques.

Podemos utilizar o preço de fechamento, máximo ou mínimo; no gráfico diário o preço de fechamento é mais importante. A ênfase deve ser dada na frequência de ocorrência do mesmo nível de preço, independente do tipo de preço.

A linha de tendência pode sofrer pequenas penetrações; a linha não tem precisão milimétrica, deve-se utilizar o bom senso como parâmetro de uma boa análise.

### *Rompimento da Linha de Tendência*

O rompimento de uma linha de tendência de alta (baixa) não sinaliza necessariamente o início de uma tendência de baixa (alta); o mercado pode começar a trabalhar dentro de uma consolidação. A perda de uma linha de tendência indica apenas o encerramento da tendência; a quebra da linha de tendência alta (baixa) deve ser confirmada com um fechamento abaixo (acima) da mesma.

### *Tendência Lateral*

É caracterizada pela formação de topes e fundos no mesmo nível horizontal.

Representa o equilíbrio entre a pressão compradora e vendedora; os preços são negociados dentro de uma faixa delimitada por retas horizontais.

As técnicas seguidoras de tendência não se aplicam na tendência lateral

### Ambev ON Diário (ABEV3)



## 2.4. Suporte e Resistência

O mercado é uma disputa entre o lado comprador e vendedor. Quando o comprador predomina, a tendência é de alta; na tendência de baixa predomina o lado vendedor.

A tendência de **alta** pode terminar e até reverter quando o lado vendedor se torna mais forte que o lado comprador; esta situação caracteriza o conceito de **Resistência**.

Na **baixa**, o conceito de **Suporte** identifica a situação onde o lado comprador se iguala ou predomina ao lado vendedor.

### Reta de Suporte

O Suporte representa o nível de preço no qual a pressão compradora supera a vendedora e interrompe o movimento de baixa. É identificada por uma linha horizontal traçada a partir de um fundo/topo anterior.

## Vale PNA Diário (VALE5)



### Reta de Resistência

A Resistência representa o nível de preço no qual a pressão vendedora supera a compradora e interrompe o movimento de alta. É identificada por uma linha horizontal traçada a partir de um fundo/topo anterior.

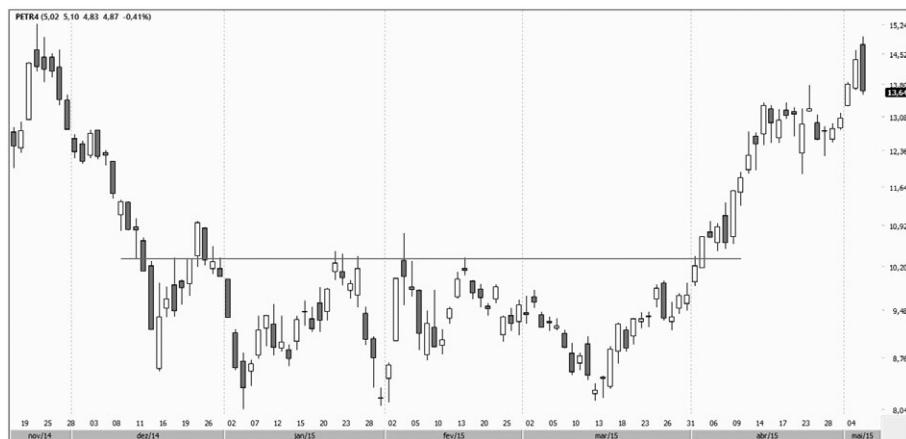
Os topos representam regiões onde a pressão vendedora volta a ser mais forte em relação a uma força compradora. Em uma tendência de alta representa pausa em seu curso e tende a ser superada em algum momento.

### Força dos Vendedores

No gráfico diário de Petrobrás PN identificamos diversos pontos de resistência;

- a união destes pontos define uma reta de resistência.
- quanto mais pontos de resistência, mais forte é a reta de resistência.
- quanto mais longo o período coberto pela reta, mais forte é a resistência.

## Petrobrás PN Diário (PETR4)



O mesmo conceito se aplica à reta de Suporte, onde se caracteriza um quadro inverso de **Força dos Compradores**.

## 2.5. Figuras

O gráfico esconde padrões que a maioria dos investidores desconhece

Ao analisar o gráfico do preço, o analista técnico é capaz de visualizar diversas formações de padrões de continuidade ou reversão de uma tendência.

Como identificar estas figuras e as suas consequências em relação à tendência do mercado?

O gráfico de preços é uma representação do comportamento da massa de investidores e possui padrões que se repetem com frequência. Estes padrões ficam registrados nos gráficos e lembram figuras como triângulos, retângulos, bandeiras e figuras mais elaboradas como a que se assemelha à formação de um ombro, seguido da cabeça e do segundo ombro.

Algumas figuras aparecem durante uma tendência, e representam uma pausa temporária antes de retomar a tendência; estas figuras são classificadas como de continuidade da tendência. Por outro lado, existem formações características de reversão detendência; neste caso é possível constatar pela própria configuração da figura que a tendência está perdendo força e que a supremacia do poder de compradores ou vendedores está se invertendo.

Uma característica das figuras é que além da identificação de padrões de continuidade ou reversão elas sugerem uma projeção do movimento futuro, até que nível deve chegar o preço.

A identificação das figuras é uma arte, não existe uma fórmula exata, mas algumas regras que servem como orientação para o processo de análise e classificação das mesmas.

### *Padrões de Continuidade*

Ao longo de sua história o mercado aprendeu a identificar diversos padrões gráficos que refletem o comportamento recorrente dos investidores, padrões que sugerem a continuidade da tendência.

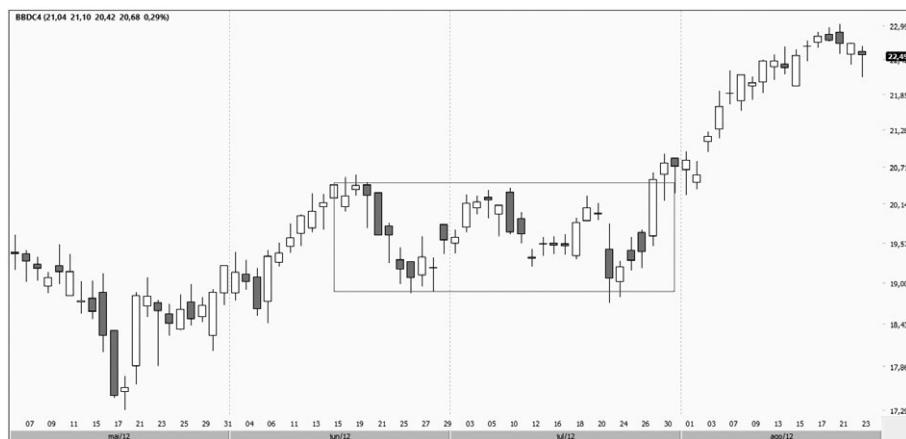
Quando estes padrões ocorrem durante uma tendência, podem representar apenas uma pausa no movimento da tendência principal, a qual pode ser retomada na sua direção original. É natural após um período de tendência, ocorrer um período de acomodação onde os investidores têm dúvida sobre a continuidade ou não da tendência. Neste período é comum o preço oscilar entre retas de suporte e resistência; caso o rompimento de uma destas retas seja na direção da tendência principal, fica configurado o padrão de continuidade.

### *Retângulo*

O retângulo é uma figura caracterizada pela formação de uma reta de resistência e uma reta de suporte aproximadamente horizontais e paralelas. Esta formação aparece em um momento de congestão dos preços, um movimento sem tendência ou lateral.

Enquanto os preços oscilam dentro dos limites estabelecidos pelas retas de suporte e resistência os investidores mais agressivos giram parte das suas posições, vendendo sempre quando o preço atingir a resistência e comprando quando o suporte é atingido.

## *Bradesco PN Diário (BBDC4)*



### *Continuidade da Tendência*

Em uma tendência de alta ou baixa, o final de uma correção pode significar a retomada da tendência. Algumas figuras de continuidade projetam a amplitude do novo movimento.

#### *Bandeira e Flâmula*

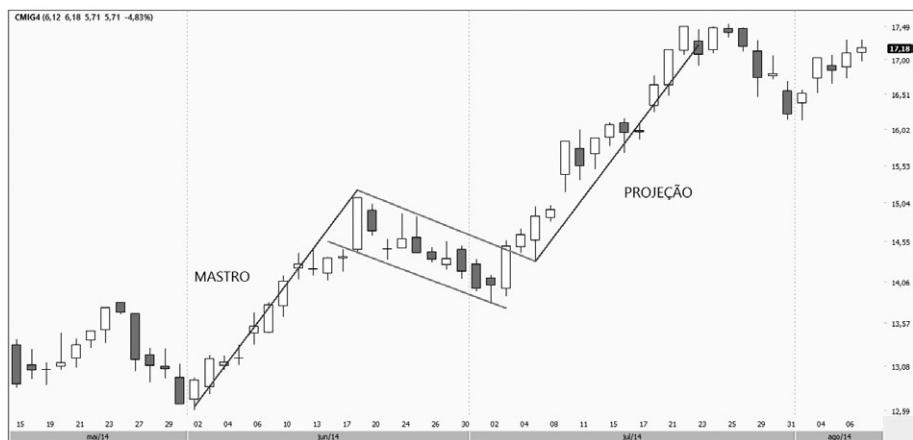
São 2 figuras que indicam a continuidade da tendência. Estas formações são o resultado de um breve período de acomodação do preço, que volta a se movimentar na direção da tendência principal. Estas figuras são formadas sempre com direção inversa à tendência principal.

#### *Bandeira*

É caracterizada por linhas paralelas que formam um pequeno canal de tendência; já na figura da **Flâmula**, as linhas são convergentes.

Ambas as figuras são precedidas de longa tendência que acaba se tornando o equivalente a um **mastro** da flâmula ou da bandeira. Após a retomada da tendência, o mercado tende a realizar um movimento da mesma amplitude ao que precedeu a figura (mastro).

### Cemig PN Diário (CMIG4)



### Flâmulha

Figura semelhante à Bandeira, ela é caracterizada por linhas convergentes que formam um triângulo, cuja direção é contrária à tendência principal.

A formação da Flâmulha é precedida de longa tendência que acaba se tornando o equivalente ao **mastro** da Flâmulha.

Após a retomada da tendência, o mercado tende a realizar um movimento da mesma amplitude do mastro.

### Sid Nacional ON Diário (CSNA3)



## Triângulo

A figura do **triângulo** é caracterizada pela convergência de uma linha de tendência e uma reta de suporte ou resistência. Podemos classificar 3 tipos de triângulo:

- De Alta ou Ascendente
- De Baixa ou Descendente
- Simétrico

### Triângulo de Alta

Esta figura é formada por uma linha superior horizontal (reta de resistência) e uma inferior (linha de tendência de alta) ascendente mostrando o maior poder por parte dos compradores. É uma figura altista e sua confirmação se dá pelo corte da reta de resistência; a projeção do movimento é dada pela altura do triângulo.

### Braskem PNA Diário (BRKM5)



### Triângulo de Baixa

O Triângulo de Baixa é uma figura formada por uma linha inferior horizontal (reta de suporte) e uma superior (linha de tendência de baixa) descendente que demonstra a maior força dos vendedores. É uma figura baixista e sua confirmação se dá pelo corte da reta de suporte; a projeção do movimento é dada pela altura do triângulo.

## Petrobrás PN Diário (PETR4)



## Triângulo Simétrico

O triângulo simétrico é diferente dos anteriores por 2 motivos:

- 1 - O triângulo é formado por 2 linhas inclinadas (linhas de tendência); não utiliza reta de suporte ou resistência;
- 2 - O rompimento do triângulo pode ocorrer em qualquer das linhas de tendência, o que significa a possibilidade de não continuidade da tendência principal. O rompimento do vértice superior pode significar a continuidade de uma tendência de alta, e o rompimento do vértice inferior, representar a reversão de uma tendência de alta.

## CIELO ON Diário (CIEL3)



## *Figuras de Reversão*

O primeiro sinal de mudança da tendência é o rompimento de uma linha de tendência, conceito que faz parte de um dos princípios da Teoria de Dow.

Muitas vezes, o rompimento da linha de tendência é precedido por determinadas formações que chamamos de figuras de reversão.

Vale a pena lembrar que as figuras que chamamos de reversão podem sinalizar apenas o início de um “mercado de lado” (tendência lateral) e não necessariamente o início de uma tendência contrária ao movimento principal.

Antes da verificação de uma figura de reversão é de fundamental importância a identificação de uma clara tendência em curso (condição necessária para ocorrer uma reversão).

### *Ombro-Cabeça-Ombro (OCO)*

Esta figura como qualquer outra de reversão é baseada na definição de tendência, o movimento do preço caracterizado por sucessivos topos descendentes ou fundos ascendentes.

Ligando-se os dois fundos localizados entre os ombros, podemos traçar a **linha de pescoço**. O fator decisivo na definição do OCO é o rompimento da linha de pescoço que dá origem a uma tendência de baixa.

O Objetivo após a ruptura da linha de pescoço é medido pela distância vertical entre a linha de pescoço e o ponto máximo da cabeça.

Projeta-se este objetivo a partir do ponto de ruptura da linha de pescoço.

### *Ibovespa Diário (IBOV)*



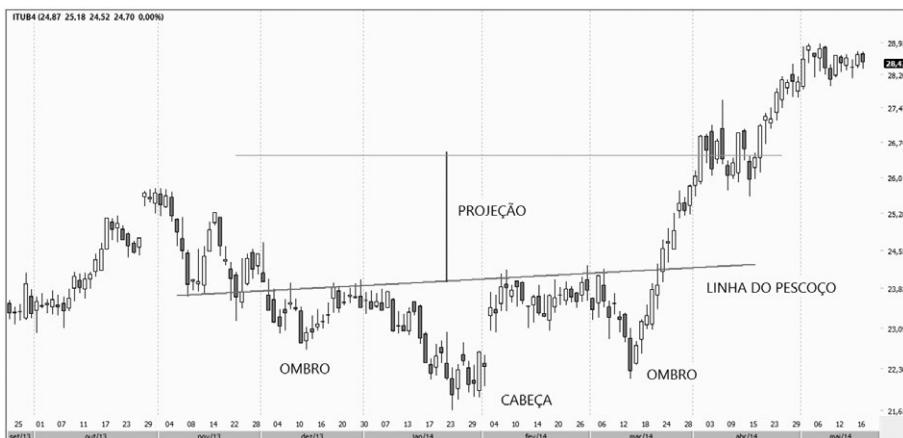
## Ombro-Cabeça-Ombro Invertido

A figura **ombro-cabeça-ombro** pode ser invertida.

Neste caso é formado por um primeiro fundo que é o ombro esquerdo; um segundo fundo maior que é a cabeça e um terceiro fundo que é o ombro direito. A linha do pescoço é a reta de resistência formada pelos topos da figura.

A reversão da tendência de baixa se dá com o rompimento da linha de pescoço, e sua extensão é determinada pela distância da linha do pescoço até o extremo da cabeça.

### ItauUnibanco PN Diário (ITUB4)



## Topo Duplo

O topo duplo é caracterizado pelo aparecimento de dois topos, que formam uma figura com o formato da letra "M". Com isso é possível traçar nos topos uma reta de resistência, e no fundo uma reta de suporte. Com o rompimento do suporte, a projeção da baixa é igual à distância entre o topo e o fundo.

Quanto maior o tempo entre os dois topos, mais significativa se torna a figura.

## Sid Nacional ON (CSNA3)

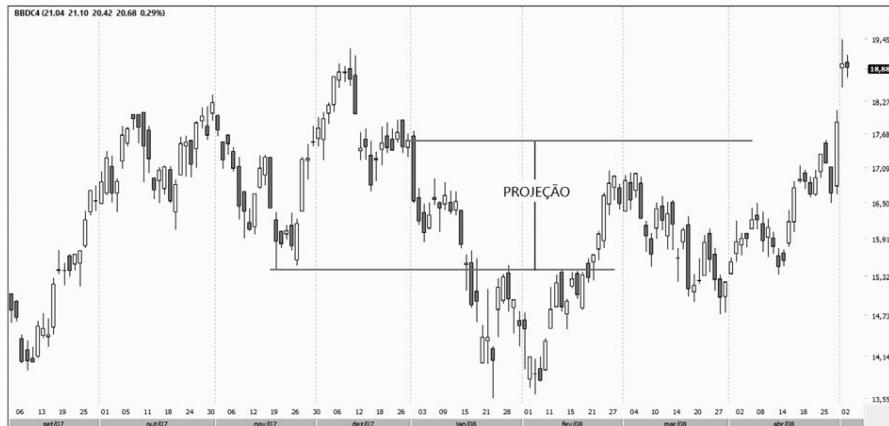


## Fundo Duplo

A figura conhecida como fundo duplo apresenta dois fundos, que formam uma figura parecida com a letra “W”. De forma análoga à figura anterior, traçamos uma reta de resistência no topo e uma reta de suporte nos fundos.

Com o rompimento da reta de resistência, a projeção de alta será igual à distância entre os fundos e o topo.

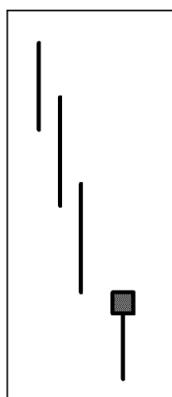
## Bradesco PN Diário (BBDC4)



## 2.6. Padrões de Candlestick

A principal representação do preço é o Candlestick (explicado no início deste texto). A combinação de um ou mais candles forma padrões que representam na maioria das vezes a reversão da tendência. Cada padrão tem um nome característico, são traduções de termos japoneses que contém um forte significado simbólico. Veja a seguir alguns padrões frequentes, as suas características e a respectiva lógica comportamental.

### Martelo



#### Características

- um pequeno corpo real no final de uma tendência de baixa
- a cor do corpo é indiferente
- a sombra inferior dever ser 2 ou 3 vezes maior que o corpo
- a sombra superior é inexistente ou muito pequena

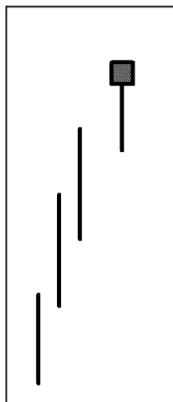
#### Lógica Comportamental

- mercado em tendência de baixa
- mercado abre e cai rapidamente
- compradores reagem e mercado fecha próximo da máxima
- vendedores perdem força

### Vale PNA Diário (VALE5)



## *Homem Enforcado*



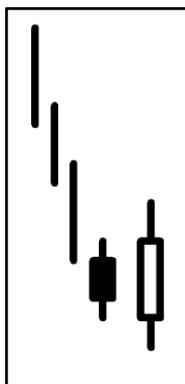
### Características

- um pequeno corpo real no final de uma tendência de alta
- a cor do corpo é indiferente
- a sombra inferior dever ser 2 ou 3 vezes maior que o corpo
- a sombra superior é inexistente ou muito pequena

### Lógica Comportamental

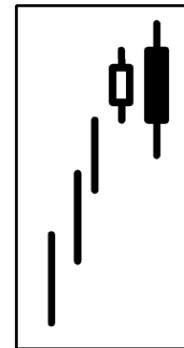
- mercado em tendência de alta
- mercado abre e negocia próximo da máxima
- compradores se desfazem da sua posição
- compradores perdem força

## *Padrão Envolvente (Alta ou Baixa)*



### Características

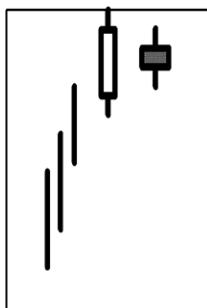
- composto por 2 candles
- corpo real envolve o corpo real anterior
- corpos reais com cores alternadas (veja figuras)
- corpos com sombras inferior e superior pequenas



### Lógica Comportamental

- mercado em tendência de baixa ou alta
- mercado abre a favor da tendência predominante
- mercado reage e fecha contra a tendência predominante
- tendência predominante perde força

## Mulher Grávida (Harami)

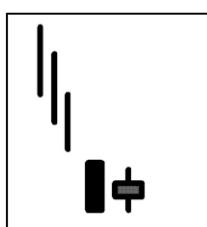


### Características

- composto por 2 candles
- corpo real envolvido pelo corpo real anterior
- corpo real envolvido de cor indiferente
- corpos com sombras inferior e superior pequenas

### Lógica Comportamental

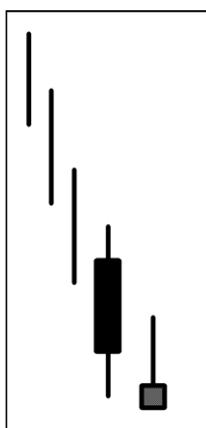
- mercado em tendência de baixa ou alta
- mercado abre e fecha dentro da faixa do dia anterior
- equilíbrio entre compradores e vendedores
- tendência predominante perde força



## Vale PNA Diário (VALE5)



### *Martelo Invertido*



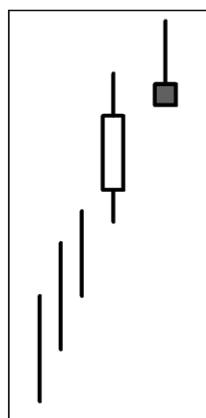
#### Características

- um pequeno corpo real no final de uma tendência
- a cor do corpo é indiferente
- a sombra superior dever ser 2 ou 3 vezes maior que o corpo
- a sombra inferior é inexistente ou muito pequena

#### Lógica Comportamental

- mercado em tendência de baixa
- mercado abre e negocia próximo da mínima
- vendedores se desfazem da sua posição
- vendedores perdem força

### *Estrela Cadente*



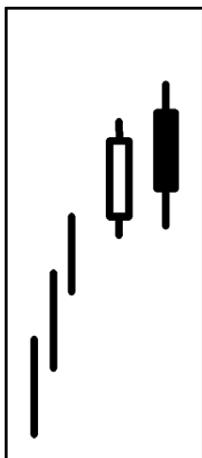
#### Características

- um pequeno corpo real no final de uma tendência de alta
- a cor do corpo é indiferente
- a sombra superior dever ser 2 ou 3 vezes maior que o corpo
- a sombra inferior é inexistente ou muito pequena

#### Lógica Comportamental

- mercado em tendência de alta
- mercado abre e atinge nova máxima
- vendedores reagem e mercado fecha próximo da mínima
- compradores perdem força

## Tempestade à vista



### Características

- composto por 2 candles
- fechamento atual igual ou abaixo de 50% do corpo real anterior
- corpo real atual de baixa, corpo real anterior de alta
- corpos com sombras inferior e superior pequenas

### Lógica Comportamental

- mercado em tendência de alta
- mercado abre acima do fechamento anterior
- vendedores reagem com força e mercado fecha em baixa
- vendedores ganham força

## Vale PNA Diário (VALE5)



## 2.7. Médias Móveis

Médias móveis são o que o nome diz, médias do preço que se deslocam no tempo. Esse deslocamento se dá devido à entrada de novos preços e consequentemente a saída de preços mais antigos do cálculo da média.

Os tipos mais comuns de médias móveis são a média Simples e a média Exponencial. A média móvel simples é uma média aritmética, ou seja, a soma dos preços dividida por um período de tempo.

A principal vantagem da média móvel é o alisamento dos ruídos do gráfico do preço, facilitando a determinação da tendência.

Por outro lado, a média móvel também possui desvantagens, pois ela acompanha o gráfico do preço com atraso; muitas vezes o preço já reverteu, mas a média não.

### Vale PNA Diário (VALE5)



### Tipos de Médias – Simples x Exponencial

A média móvel simples não atribui peso aos preços, é uma média aritmética.

A média móvel exponencial atribui um peso que cresce exponencialmente do preço mais antigo ao mais recente. A escolha do tipo da média depende do comportamento de cada ativo. Para um ativo de baixa volatilidade pode se utilizar a média simples. Já para um ativo de alta volatilidade é recomendado utilizar a média exponencial (linha tracejada no gráfico abaixo).

## Vale PNA Diário (VALE5)



### Cruzamento – Preço X Média

Observe no exemplo abaixo o comportamento da curva de preços em relação à sua média móvel: quando o preço está acima da média móvel observamos uma tendência de alta, quando o preço está abaixo da média móvel observamos uma tendência de baixa. Podemos concluir que deveríamos estar posicionados na Compra quando o preço estiver acima da média, e na Venda, quando o preço estiver abaixo da média.

O melhor momento para se posicionar é no cruzamento das 2 curvas; compre quando o preço cruzar a média debaixo para cima; venda quando o preço cruzar a média de cima para baixo. Entretanto, ocorre com certa frequência cruzamentos que não dão origem a tendências consistentes; nestes casos a tomada de uma nova posição pode levar ao prejuízo. Veja no exemplo abaixo que estas situações ocorrem com mais frequência quando a média móvel apresenta um comportamento horizontal, significando que o mercado não tem uma tendência definida.

Quando o mercado apresenta uma tendência definida, o gráfico do preço e da média tende a se orientar na mesma direção, muitas vezes com um distanciamento crescente entre as curvas, que diminui a chance de cruzamentos esparsos, e que demonstra a força da tendência. Mesmo quando a média apresenta uma tendência definida podem ocorrer pequenas penetrações da curva do preço; nestes casos deve-se avaliar com cautela uma possível mudança de posição, mas relevar sempre a direção da curva da média em relação à curva do preço. Se a curva da média não mudou de direção é aconselhável esperar mais um pouco para confirmar ou não uma real mudança do comportamento da tendência.

## Vale PNA Diário (VALE5)



### Cruzamento – Média Curta x Média Longa

Vimos no tópico anterior que o cruzamento das curvas do preço e da média sinalizam possíveis reversões de tendência; mas a curva do preço por ter um comportamento bastante irregular pode acabar gerando “falsos” cruzamentos induzindo a decisões que acabam em prejuízo.

Uma forma que contornar este problema é incluir mais uma média móvel, e utilizar a regra de cruzamento entre as 2 médias móveis, desprezando o gráfico do preço.

Esta ideia parece ter muita lógica, pois sabemos que as médias acompanham a tendência do preço, são curvas mais bem comportadas, o que diminui a chance de cruzamentos “falsos”.

O cruzamento de 2 médias de períodos diferentes pode ser utilizado como uma regra de compra ou venda, similar à regra de cruzamento do preço com a sua média.

Quando a média de menor período (curta) cruzar de baixo para cima a média de maior período (longa) é um sinal de compra. O sinal de venda se dá quando a média de menor período cruzar de cima para baixo a média de maior período.

Observe que em relação ao exemplo anterior, o número de cruzamentos reduziu substancialmente, eliminando a maior parte dos “falsos” cruzamentos.

A regra de cruzamento de 2 médias, apesar de minimizar o problema de “falsos” cruzamentos, apresenta uma grande desvantagem que é o atraso dos próprios cruzamento. A média “anda”

mais devagar que o preço, e por tanto vai sinalizar a compra ou venda com atraso, diminuindo a chance de “embarcar” no início da tendência. Veja que em relação ao exemplo anterior, o cruzamento de cima para baixo, das médias de 10 e 50 períodos, ocorre vários dias após o cruzamento do preço com a média de 20 períodos.



## 2.8. Conclusão

Este texto apresentou os fundamentos e as técnicas mais utilizadas na Análise Técnica. Como foi mencionado no início do texto, a Análise Técnica não é uma ciência, mas o resultado da experiência prática de muitas décadas ou mesmo séculos (na verdade os japoneses, como já foi dito em capítulo anterior, já utilizavam o candlesticks em meados do século 18). Na prática, as regras apresentadas nesta introdução têm muitas exceções. Apesar da importância dos fundamentos e as regras teóricas, o verdadeiro aprendizado da Análise Técnica acontece na prática diária, por tentativa e erro.



# 3

# PRINCÍPIOS DA MODERNA CONTABILIDADE EMPRESARIAL

Eliseu Martins

Ex-diretor da CVM, associado  
da APIMEC Brasil, Professor da  
USP e membro do Comitê de  
Pronunciamentos Contábeis

### **3.1. Introdução – O Princípio**

---

A Contabilidade, como ciência social aplicada utilitária, tem um único objetivo: produzir informações para os seus Usuários. O problema está na vasta gama desses usuários e na variação da necessidade de cada grupo ao longo do tempo.

A contabilidade empresarial foi criada (há pouco mais de mil anos atrás) e inicialmente se desenvolveu tendo como único usuário o gestor, à época também quase sempre o proprietário da empresa. E assim foi por séculos. E tinha como único objetivo prover instrumentos de controle sobre o patrimônio e principalmente informação sobre os resultados que o modificam (o balanço, contrariamente ao que poderia parecer intuitivo, nunca teve por objetivo medir o valor do negócio).

Na verdade, a contabilidade nasceu a partir da conscientização de que os fluxos de caixa, mesmo sendo imprescindíveis, não fornecem necessariamente a mensuração dos resultados em períodos razoavelmente curtos de tempo, como anualmente e muito menos mensalmente. As entradas de caixa de um dado período podem se referir a mercadorias e serviços vendidos nesse ou em outros períodos, o mesmo ocorrendo com as saídas. Assim, para mensuração de desempenho essa demonstração deixa muito a desejar, principalmente quando se entende que o desempenho deve abranger não só as efetivas entradas e saídas de caixa, mas também a geração de direitos a receber e obrigações de desembolsar caixa.

Veja-se a extensão: passa-se a praticar que o desempenho que “compete” a um certo período abrange não só as operações que geram entradas e saídas de caixa que por mérito pertencem a esse período, mas também as potenciais entradas e saídas de caixa por conta desse mesmo desempenho que transitarão pelo caixa no futuro. E são excluídos, para cálculo do desempenho desse período, os movimentos físicos de caixa nele ocorrido mas que, por mérito, são de período diverso.

Essa noção de “competência” não é, genuinamente, uma contraposição ao caixa, mas sim uma extensão do conceito de que lucro é caixa, ou seja, uma redistribuição temporal dos fluxos de caixa.

Outro ponto: passaram os gestores a considerar, principalmente os mercadores, que deveriam centrar sua avaliação de desempenho no fator venda de mercadorias, e como visto, incluindo não só as traduzidas em dinheiro, mas também as geradoras de efetivos e promissores direitos a recebê-lo. E criaram o Regime de Competência, com a vinculação entre receitas e

despesas com ativos e passivos. Mas, exclusivamente, para registro, controle e sua própria avaliação do que desempenhavam. Nada de informações a terceiros.

E centraram seu desempenho no fator “Vendas” por considerarem que esse era o ponto crucial ao longo de todo o processo de obtenção de lucros (comprar, transportar, expor, negociar etc.); nesse ponto se completavam todas as fases importantes que eram de sua obrigação desempenhar, onde cessavam os esforços grandes e significativos de sua responsabilidade (considerando que receber não seria um processo tão difícil e custoso). O processo todo se encerra com o completo recebimento e pagamento de todas as contratações, mas registrar a receita pela entrada do caixa pareceu não significar a melhor alternativa para medir desempenho.

E assim foram se dando as escolhas de todos os conceitos básicos da contabilidade: a partir de escolha entre alternativas, procurando-se aquelas que melhor respondiam à necessidade desses proprietários/gestores que, além dessa condição, eram seus próprios contadores, auditores e analistas. Essas escolhas, sabe-se, eram discutidas entre eles, transmitidas àqueles que eram contratados para ensinarem seus filhos e assim por diante. E foram nascendo, além da Realização da Receita, da Confrontação entre Receita e Despesa (Regime de Competência), os princípios da Prudência (Conservadorismo, mais à frente), da Continuidade, da Objetividade, da Materialidade ou Relevância etc. Tudo em função exclusivamente do que se precisava para se ter a melhor informação para si próprio. Nada de regras externas, leis, regulamentos etc. Decisões de escolha entre alternativas contábeis arbitradas pelos próprios gestores que eram ao mesmo tempo os únicos usuários.

Tocamos nesses pontos exclusivamente para lembrar que todas as características fundamentais da contabilidade, ou seja, seus “princípios”, foram sedimentadas há muito tempo, e derivadas da característica derivada da necessidade de se melhorar as informações, num processo de tentativa e erro, disseminação e avaliação das diversas experiências, de “sentir-se bem com o produto final”.

A Contabilidade nasceu totalmente Gerencial e dessa visão nasceu sua estrutura conceitual.

E qual era a Entidade objeto de acompanhamento contábil? Os que não sabem podem pasmar: o patrimônio familiar. Não havia praticamente separação entre o caixa, os demais bens, as dívidas etc. da atividade comercial propriamente dita e os pertencentes à família em si. Veja-se o texto original de Luca Pacioli de 1492 no capítulo “Particulario de computies et scripturis” dentro do livro “Summa de Arithmetica, Geometria proportioni et propornalita” (sumário de conhecimentos de aritmética, geometria, proporção e proporcionalidade). Nesse capítulo, onde descreve o que aprendera de contabilidade com os comerciantes de Veneza e Florença, é

um tal de misturar mercadorias com “roupas valiosas de linho”, “mobiliário da família”, imóveis próprios etc. O patrimônio era o da família, o lucro era o da família. Entidade, à época, era a Família.

### 3.2. A primeira grande guinada – os credores

---

No fim da Idade Média, com o início da aceitação da figura dos juros pelo mundo cristão, desenvolveram-se os bancos e estes passaram a figurar como os segundos grandes usuário da informação contábil. E, além de aplicarem a contabilidade no controle dos seus próprios negócios e na medição do seu próprio desempenho, passaram a exigir as informações contábeis dos seus clientes mercadores. Transformaramse no primeiro grupo de usuários externos à entidade objeto de registro contábil.

Mais ou menos paralelamente, e muito em função das pressões dos credores em cima dos bens pessoais dos mercadores, desenvolve-se a figura da entidade Pessoa Jurídica, com o início da separação dos bens e direitos entre o que é dela e o que é de seus proprietários. E Entidade agora passa a ser a sociedade formalmente estabelecida.

E os banqueiros começaram a pedir os balanços no seu processo de concessão de crédito. E, com certeza, em função de más experiências, conseguiram a inserção, na Lei, da obrigação de serem elaboradas as demonstrações contábeis, e dentro de certas regras, e das penalidades a quem causasse prejuízos a terceiros por conta de maus balanços. E a Lei, em 1673, Código Comercial Francês, pela primeira vez leva a à inserção da contabilidade no mundo legislativo. Só que, expressamente, por *lobby* dos banqueiros, com o objetivo de “proteção ao credor”.

Essa legislação corre todo o mundo latino e também germânico e, com a bandeira da proteção ao credor, desenvolvem-se as regras dos estoques mensurados ao “custo ou mercado dos dois o menor”, os imóveis ao custo e não aos crescentes valores de mercado etc. A Prudência, criada pelos próprios mercadores, sobe alguns degraus de rigidez, com a postergação que for possível do reconhecimento dos lucros (jamais antes da venda, por exemplo), antecipação dos prejuízos iminentes ou prováveis, e com isso postergação da distribuição dos resultados e redução do valor do patrimônio líquido. Tudo para proteção do interesse dos credores.

No século seguinte, o mundo germânico introduz, além da mesma filosofia no Código Comercial, a figura do crime no Código próprio para quem causasse prejuízos a terceiros por

não seguimento às regras estabelecidas. E nesse conjunto de países a Prudência sobe mais ainda alguns graus de higidez e se transforma efetivamente no Conservadorismo. Na verdade, para proteção dos credores e também para redução de chances de penalidades e dos riscos de prisão dos tomadores de empréstimos ou financiamentos!

Nesse mundo da contabilidade cada vez mais conservadora, e principalmente nos países de influência germânica, reconhecimento da receita passa a ser apenas quando caixa recebido ou segurança muito alta de efetivo recebimento futuro; provisões para todos os tipos possíveis de risco, mesmo que muitas vezes apenas remotos. No extremo, o que ainda existe na legislação suíça, a famosa “Provisão para Riscos Gerais” de domínio exclusivo da administração, e não da assembleia dos acionistas. Reconhecer lucros durante o processo de execução de um contrato a longo prazo, nem pensar! Nem mesmo reconhecer receita pela simples produção de recursos naturais, vegetais ou minerais, mesmo que com mercado ativo; todo esse estoque avaliado ao custo, lucro só na venda. Depreciar apenas a parte não recuperável pela venda final? Não, o importante e menos arriscado é depreciar 100%, e sempre por um prazo significativamente inferior à vida útil econômica estimada. Ajustes à depreciação efetiva só na hora da venda, se houver. O princípio fundamental da contabilidade, na Alemanha e em países da influência germânica, até hoje, em sua contabilidade nacional (não com base nas normas internacionais emanadas do IASB), é o do Conservadorismo, fundamentado na Proteção ao Credor. A Competência é aplicada desde que não ofendendo a esse Conservadorismo.

E a Entidade continua sendo a pessoa jurídica propriamente dita. E como lidar com o problema de saber quão conservador é um balanço? Mediante a figura das “notas explicativas auriculares”, levadas pelo empresário e pelo contador à mesa do gerente do banco, que faz suas anotações e leva não só o balanço, mas essas suas avaliações dos procedimentos contábeis do cliente e suas consequências ao processo de concessão de crédito. Uma espécie de “balanço dois”, no bom sentido.

### **3.3. O Nascimento da “Moderna Contabilidade”**

---

A economia da Europa Continental sempre foi fundamentada na transferência dos pouparadores aos tomadores de empréstimo via a atividade da intermediação bancária, daí toda essa influência do credor sobre a legislação e a normatização contábeis.

A economia anglo-saxônica, por outro lado, sempre desenvolveu-se bem com a pre-

sença da captação direta de capital dos tomadores junto aos poupadore. E, com a Revolução Industrial, final do século XVII e seguinte, o grosso do financiamento de tal expansão na Inglaterra se dá com o desenvolvimento, então, das companhias abertas, com a captação direta junto aos poupadore por meio da emissão de ações. E o processo continua pela maior parte da influência inglesa, principalmente no caso dos EUA.

Só que não dá para passar informações da empresa via notas “auriculares”, em conversas diretas com os investidores (a não ser em alguns casos com os *road shows*, por exemplo). Os balanços praticamente passam a ser a única forma de cativar investidores e prestar-lhes contas; de ajudar a criar credibilidade para o desenvolvimento do mercado acionário e garantir um fluxo permanente de informações. E assim nascem as notas explicativas escritas, desenvolve-se a figura do auditor independente para incrementar essa credibilidade etc.

E o excesso de conservadorismo europeu continental não ajuda muito nesse processo, porque, afinal, essa filosofia é tendente à deformação da posição patrimonial e de sua evolução em muitas situações, segundo a ótica dos controladores e gestores dessas *public companies*. Com isso, a Prudência não descamba para o Conservadorismo da proteção ao credor no mundo anglo-saxônico, e a transparência passa a assumir um papel cada vez mais relevante no processo de informar potenciais e atuais investidores.

E, para variar, algumas crises no mercado. Algumas delas após empresas fechadas, sem informação ao mercado, quebrarem. E levarem de roldão companhias abertas com balanços aparentemente representando empresas saudáveis, porque sob o mesmo controle das falidas.

O descrédito, o aumento do custo do capital e a dificuldade sempre levam alguém, mais esperto, a uma criatividade. E desenvolveu-se o balanço a mostrar, além da posição individual, a posição do conjunto de empresas sob um controle comum como forma de se restaurar a credibilidade dos investidores. Nasce então o Balanço Consolidado.

O Balanço Consolidado ajudou a restaurar credibilidade nas demonstrações contábeis e serviu de catapulte à maior revolução conhecida nesse campo. Vejamos as duas principais consequências conceituais e práticas da consolidação.

### 3.3.1. A quebra do princípio da entidade jurídica, substituído pelo da entidade econômica

Até então, como já dito, a Entidade era a pessoa jurídica individualmente tomada. Com o balanço consolidado, passou-se da Entidade Jurídica à Entidade Econômica. E aí ocorreu o

que costumamos denominar de uma quebra de paradigmas.

Primeiramente, o centro, a base de um balanço consolidado, é um conjunto de entidades jurídicas com a característica de estarem sob um mesmo comando. Mas a entidade consolidada juridicamente não existe. Não há um “CNPJ” do balanço consolidado. Até então, mesmo no mundo saxônico, a pessoa jurídica era o centro único da atenção contábil. Mas agora voltam-se as atenções para a figura do balanço de um conjunto de entidades jurídicas.

Essa guinada extraordinária não foi, obviamente, seguida pelos países do direito romano, do direito codificado, onde o apego à forma jurídica sempre foi muito forte. Esse desprendimento, essa capacidade de abstração, muito própria dos anglo-saxões, deixou os europeus continentais estupefatos por praticamente século e meio.

Os anglo-saxônicos rapidamente aderiram à ideia de se ter demonstrações de uma entidade econômica representada por um conjunto de pessoas jurídicas. Mas França, Itália, Alemanha e outros só foram se render à figura do balanço consolidado após, e bem após, a entrada da Inglaterra na União Europeia. Você sabia que a figura do balanço consolidado e a filosofia da “*true and fair view*” foram algumas das condições impostas pela Inglaterra para entrar na Comunidade Europeia? O Brasil, a partir da Lei das S/A, de 1976, passou a aplicar a figura da consolidação nas empresas abertas, mas aqueles países europeus continentais só começaram a praticá-la no início da década de 90!

Essa visão macro, de uma entidade composta por outras entidades, com o registro de ativos limitados ao que existe de direitos contra terceiros, de obrigações para com terceiros, de receitas e despesas exclusivamente quando fruto de transações com terceiros, passou a dar o quadro mais realista do poderio de um determinado grupo econômico em termos de sua posição patrimonial e da evolução de seu patrimônio, sem o cerceamento das divisões formais que podem arbitrariamente ser-lhes imposta.

A sensação de segurança da saúde do todo e do seu desempenho deu à consolidação um papel extremamente marcante, apesar das limitações existentes quanto aos limites dos direitos e das obrigações de cada uma das entidades que compõem esse grupo empresarial. De tal forma isso prosperou que, no caso dos EUA, apenas o balanço consolidado passou a ter divulgação pública. Lá o balanço individual só pode ser dado a quem o peça especificamente e mostre porque dele precisa (um banco numa operação particular com uma das pessoas jurídicas, um sindicato de empregados que abrange apenas uma ou algumas das entidades do conjunto todo etc.). O balanço individual não é divulgável por poder ser *misleading*, enganoso.

A “mãe” da consolidação, a Inglaterra, nunca chegou a esse extremo; o consolidado é a demonstração mais importante, mas o balanço individual está também presente para quem dele precisar. Mas há razões para essa diferença: nos EUA é antiga a tributação em conjunto do conglomerado econômico, é quase inexistente a figura do sócio minoritário numa controlada, normalmente a holding maior é quem lança ações no mercado, a legislação e os contratos vinculam muito mais o conjunto todo do que cada uma das unidades jurídicas em especial etc.

Essa passagem da Entidade Jurídica para a Entidade Econômica foi um marco histórico por essa quebra e por introduzir a quebra de outro paradigma, visto a seguir.

### 3.3.2. A quebra do princípio da propriedade jurídica, substituída pelo controle

É de se notar que, para a produção de um balanço consolidado, é necessário abdicar do conceito da propriedade jurídica como base para reconhecimento de um ativo. Conceito esse (propriedade jurídica) que, até então, também prevalecia também no mundo anglo-saxônico.

E a quebra desse forte paradigma foi obrigatório; afinal, como somar ativos sob propriedade de uma controladora com os ativos de propriedade de uma controlada? Os ativos da controlada em hipótese alguma são de propriedade da controladora. Como resolver o problema?

Inicialmente, mudando-se a filosofia: no balanço consolidado estão os ativos de propriedade da controladora mais os ativos que estão sob *controle* dessa controladora. A propriedade passa a ser substituída pelo conceito de controle. Passivos são os da responsabilidade da controladora mais os que estão sob controle da controladora. E o mesmo com as receitas e despesas.

Sem essa mudança de conceito não há balanço consolidado. E a necessidade desta peça forçou a mudança de conceito e de filosofia. Mudou a estrutura conceitual. Controle começou a ser o centro da base para registro dos elementos contábeis, e não mais a propriedade. E esse conceito rapidamente subiu à própria controladora. A figura do arrendamento mercantil financeiro fez com que o conceito de propriedade fosse substituído pelo do controle inclusive na controladora para esse caso dos bens “alugados” que, na essência, estão sendo vendidos e comprados com financiamento integral. E assim o conceito de controle passa a substituir o de propriedade na própria definição do que seja um ativo para fins contábeis.

Esses dois fantásticos conceitos, o da entidade jurídica e o da propriedade, tão venerados pela contabilidade até então, são enterrados ou deixados de lado em certas circunstâncias. Nascem

os da entidade econômica e do controle, numa revolução que só muito tempo depois mostrou a profundidade de seu alcance.

### ***Começou a nascer aí a Contabilidade Moderna***

#### ***3.3.3. A essência sobre a forma cresce e aparece***

O mundo anglo-saxônico sai diretamente da figura do Usuário-Rei, o Gestor, para o Investidor como o grande beneficiado pelas demonstrações financeiras. Esse mundo não sucumbira à figura da contabilidade baseada na proteção ao credor. Permanecera tendo como fundamento que boa contabilidade era a que atendia ao gestor. Mas, com a Revolução Industrial e o desenvolvimento das companhias abertas, o coitado do inventor da contabilidade perde sua filha nesse mundo também.

É de se perceber que, sob essa revolução, está a necessidade de se dar às demonstrações contábeis uma representação suficiente para que elas sejam, sozinhas, com suas notas explicativas e o parecer do auditor independente, suficientes ao atendimento do novo Usuário da contabilidade: o Investidor.

E, como se vê nas entrelinhas da introdução das figuras da entidade econômica e do controle, por detrás de tudo isso está essa obrigação de as demonstrações contábeis serem capazes de fazer uma aproximação da realidade econômica muito forte, já que a ligação empresa/financiador, no mundo das companhias abertas, não dá para se fazer como na relação empresa vs. banco, de maneira tão individual e personalizada.

A necessidade de credibilidade na posição da empresa e da evolução patrimonial começam a exigir, cada vez mais, transparência nas informações, e uma nova característica: representatividade econômica forte, mesmo que não perfeita. Mas não tão imperfeita como no mundo dominado por excesso de conservadorismo.

Nasce, junto com a figura da entidade econômica e da figura do controle, a filosofia da Prevalência da Essência Econômica sobre a Forma Jurídica, nos casos em que elas não convergem. O balanço consolidado já é uma expressão disso. A ativação dos bens arrendados sob certas condições também. E a filosofia vai crescendo e se instalando, no mundo anglo-saxônico, de forma gradual, mas firme.

Operação de venda de ativos com cláusula de recompra, que caracterizam muito mais um financiamento com o ativo dado em garantia, passam a ser registrados como financiamentos que contêm garantia, não como registrado formalmente nos contratos.

E assim vão se desenvolvendo as práticas que passam a ter essa nova filosofia, eis que calçadas na figura não mais do gestor, não também do credor, mas sim na do Investidor não controlador, sem acesso direto às informações da entidade que busca financiamento junto ao mercado de risco.

Desenvolve-se a figura da “*true and fair view*” como sendo básica para a contabilidade, a ponto daquela exigência de sua adoção por parte dos ingleses quando de sua entrada na União Europeia.

(O gestor, o controlador, passam a ter que, se necessário, produzir uma contabilidade interna paralela, que passou a se chamar de Contabilidade Gerencial; uma espécie de volta ao passado para os casos em que esses usuários internos à entidade não se satisfazem com o modelo voltado àquele usuário externo. Na prática, essa expressão abrange também, obviamente, as práticas que derivam das necessidades de mais informações do que as levadas ao mundo exterior. Mas a origem da expressão é muito mais derivada da necessidade de bases conceituais diferentes (o nascimento do Custo Direto ou Variável, muito útil para fins decisórios em algumas circunstâncias, e não aceito para fins de balanços para usuários externos, foi um dos fatores

formalizadores da Contabilidade Gerencial; em alguns países a inflação também foi outro fator influenciador nessa direção. Hoje muitos outros pontos produzem essa diferenciação).

Até início do presente século, essa Moderna Contabilidade está, até onde já vimos, adstrita, basicamente, ao mundo anglo-saxônico.

### 3.3.4. A influência do fisco

Quando, no início do século XX, alastrava-se a tributação baseada nos resultados empresariais, o mundo da contabilidade centrada na proteção ao credor sofre uma cisão: os germânicos conseguem criar um princípio denominado de “unicidade contábil”, para conseguir que a contabilidade para fins fiscais estivesse amarrada à contabilidade para informações ao mundo exterior, aos credores. A amarração, nesses países, de uma à outra, é enorme, mas prevalecendo a con-

---

1. BAETGE, Jörg e mais 19 autores, German accounting Principles: an institutionalized Framework, Accounting Horizons, AAA, set. 1995.

tabilidade conservadora da proteção ao fornecedor de crédito sobre a norma fiscal.

Mas o mundo latino não houve esse caminho. Sucumbiu-se, com o decorrer do tempo, aos interesses tributários. Mesmo permanecendo na legislação e na teoria a proteção ao credor, cresceu, e em alguns lugares imperou, e impõe, o interesse tributário na contabilidade. Nossa origem italiana no que diz respeito à contabilidade empresarial foi um exemplo clássico disso. Franceses, espanhóis, portugueses e outros sabem do que falamos também, com variados graus nessa luta proteção ao credor vs. Fisco.

Há algo muito interessante aqui: os franceses desenvolveram uma figura que pode parecer, à primeira vista, como sinônima de “*true and fair view*”, mas que na verdade não o é. Trata-se do conceito de “*image fidèle*” que, na verdade, se restringe à fidelidade às leis e às normas, e não à realidade econômica.<sup>2</sup>

Mas com os anglo-saxônicos aconteceu exatamente o oposto do que com os germânicos. Duplicaram a contabilidade: criaram a “outra contabilidade”, a fiscal, para aplicação toda a vez que uma regra de natureza tributária não atenda à filosofia da “*true and fair view*” tão característica desse mundo deles. (Nosso LALUR – Livro de Apuração do Lucro Real, criado em 1977, é uma tentativa de cópia desse modelo). De forma alguma querem o Fisco se intrometendo nas normas e nas práticas contábeis voltadas aos seus investidores.

E assim essa Moderna Contabilidade segue sua trilha entre os anglo-saxônicos. Mas vamos a alguns parênteses.

### **3.4. A necessidade de harmonização nas normas e a criação do IASB**

---

A grande diversidade contábil começou a criar enormes custos de transação nas operações internacionais e, com o crescimento da globalização a partir da segunda guerra mundial, iniciaram, já na década dos 50 do século passado, os primeiros movimentos rumos a uma convergência das normas contábeis a nível mundial. As sociedades transacionais, com o problema de cada filial ter duas contabilidades, a local e a do país da matriz, os fornecedores com o problema de entender os balanços de seus clientes em

---

2. COLASSE, Bernard, the French notion of the *image fidèle*: the power of words, *The European Accounting Review*, Vol. 6, Nr. 4, 1997.

outros países para suas vendas a prazo, os bancos com esses mesmos problemas nos financiamentos internacionais, os candidatos à aquisição de empresas em outros países e outros, todos precisando traduzir as demonstrações para critérios que entendiam.

Esse processo gerou enormes custos para se utilizar vários critérios contábeis dentro da mesma empresa, ou para “traduzir” as demonstrações das normas de um país para outro etc. E passou a provocar custos por decisões de crédito, investimentos, negócios e outros de forma errônea. E quando o dinheiro começa a reclamar, soluções se apresentam.

Inicialmente, a própria ONU criou, na década de 60, um grupo de trabalho com a finalidade de estudar e propor regras mais homogêneas de contabilidade no mundo, encerrando seu trabalho em 1990 sem avanço (foi do autor deste capítulo a proposição da extinção do grupo, tendo em vista o trabalho do IASB que parecia muito mais promissor e o desinteresse dois norte-americanos na ONU e a falta de capacidade de *enforcement* do grupo).

No início da década de 70 ocorreu algo interessante que desencadeou outro movimento. Até então, como típico dos anglo-saxônicos, quem emitia as normas contábeis nos EUA era o Accounting Principles Board, do AICPA - American Accounting Principles Board, e a SEC - Securities and Exchange Commission as endossava. Reclamações do mercado chegaram ao Congresso daquele país com afirmações de que o AICPA era formado pelos *controllers*, empregados das empresas, e pelos auditores

independentes, também pagos pelas empresas; e que, dessa forma, os interesses dos investidores e demais agentes interessados nas demonstrações contábeis não tinham vez, só os das empresas. Com a intervenção do Congresso, a SEC desfez seu acordo com o AICPA e determinou a criação de outro órgão, também privado, mas formado por preparadores, auditores, investidores, intermediários e acadêmicos, ou seja, por um conjunto mais amplo de interessados nas demonstrações contábeis.

E assim criou-se o FASB - Financial Accounting Standards Board, com essa composição, 7 membros a decidirem pelo voto as novas normas, e centenas de funcionários em tempo integral nesse mister (não é sem razão que um grupo assim, enorme, fazendo da elaboração de normas sua profissão, acabasse por transformar as normas daquele país de baseadas em princípios para baseadas em regras e mais regras, ou seja, de *principles oriented* para *rules oriented*, com um conjunto de regras superior à soma das regras dos demais países juntos!).

Com a criação desse desde o início ponderoso FASB, os europeus se apavoraram, imaginando que ele acabaria se transformando no órgão internacional de que todos falavam (e por pouco isso não ocorreu), e às pressas criaram o IASC - International Accounting Standards

Committee, hoje IASB. E no mesmo ano de 1973. Vê-se que o IASB nasceu como forte reação europeia, mesmo contando, desde o início, com contadores dos EUA, principalmente sócios de empresas de auditoria de origem europeia!

Logicamente, logo de início, a grande escolha: se uma única Contabilidade Internacional, qual delas? E, incrível, imediatamente a definição: como à frente desse movimento só existiam grandes interessados, quais sejam: grandes transnacionais, grandes bancos, bolsas de valores, grandes empresas de auditoria etc., ficou claro que não poderia ser a contabilidade fiscal latina, e também não poderia ser a exageradamente conservadora germânica, que agora até os próprios bancos reconheciam como inviável por não ser mais possível a prática tão generalizada do tête-à-tête entre gerente do banco e cliente. Assim, optou-se de pronto pela saxônica, adotando-se totalmente as filosofias da prevalência da essência sobre a forma, do controle sobre a propriedade jurídica, da representação econômica, dos nomes baseados em princípios etc.

Não por coincidência, sede em Londres! E a primeira norma, a IAS 1 (CPC 26 no Brasil), afirmando expressamente todos esses princípios e mais o “*true and fair override*”, temido por todos os Auditores, exceto os ingleses, que determina a não aplicação das próprias normas internacionais quando elas promovem distorções nas demonstrações contábeis!

Ou seja, quando se dá início de fato a um órgão *internacional*, adota-se a filosofia da contabilidade anglo-saxônica. É lógico que isso não foi necessariamente bem visto pelos profissionais de contabilidade germânicos e latinos na Europa. Reações enormes ocorreram. O artigo citado na nota de rodapé primeira deste capítulo é prova cabal dessa indignação. Afinal, todos queiram uma única contabilidade no mundo, mas desde que a “sua” fosse a eleita.

O IASC só foi criado e adotou a filosofia anglo-saxônica porque nasceu de uma elite de contadores, empresários, banqueiros, intermediadores financeiros. Sua aceitação de forma mais generalizada, na verdade, é até hoje objeto de muito questionamento em muitos países.

### 3.4.1. O Brasil

A criação do IASB veio também na esteira de outro grande movimento na Europa: o fortalecimento do mercado acionário. A exagerada presença bancária exigiu esse movimento (na Europa Continental) na década de 70, com criação ou reforma de leis na grande maioria dos países fortalecendo a posição dos minoritários, aumentando a responsabilidade dos controladores e dos administradores, criando ou reforçando os órgãos reguladores desse mercado, tornando mais transparentes as informações contábeis etc.

No Brasil era Ministro da Fazenda Mario Henrique Simonsen, que, nessa onda, criou a Comissão Especial para a reformulação da Lei das Sociedades por Ações, para a criação da CVM - Comissão de Valores Mobiliários e para a adaptação da legislação tributária às novas normas contábeis a serem implementadas. Comissão essa sob a liderança dos saudosos JOSÉ LUIZ BULHOES PEDREIRA e ALFREDO LAMY FILHO, que levaram o também saudoso MANOEL RIBEIRO DA CRUZ FILHO para a parte contábil.

Não só a CVM foi criada inspirada nos norte-americanos, como o básico de toda a nova Lei é, o que nos interessa aqui, as novas disposições sobre as regras contábeis. Foi assim que veio a nascer a Nova Lei das SAs, a 6.404/76.

E tudo o que havia de melhor na contabilidade norte-americana foi trazido para cá. O Brasil foi o segundo país do mundo a aplicar a demonstração das origens e aplicações de recursos, o primeiro não saxônico a aplicar a equivalência patrimonial, o primeiro não saxônico a exigir demonstrações consolidadas. A única jabuticaba, infelizmente retirada em 1995, foi a correção monetária no balanço e na apuração do resultado.

Mas, infelizmente, não trouxe essa Lei de forma expressa o Princípio da Essência sobre a Forma. Falou nos “princípios de contabilidade geralmente aceitos”, expressão típica anglo-saxônica de lugares onde a contabilidade não está nas leis, mas nas disposições emanadas dos próprios contadores, mencionou expressamente a Competência, mas não citou essa expressão de forma expressa.

É interessante notar que a CVM, em 1985, emitiu sua Deliberação 29 sobre a Estrutura Conceitual Básica da Contabilidade, que mencionou essa figura da essência sobre a forma, mas isso não foi suficiente para que se conseguisse a efetiva implantação desse conceito. Nossa cultura do direito romano pelo jeito influenciou, e muito, nesse caminho. Haja visto uma certa dubiedade no Conselho Federal de Contabilidade, que emitiu também uma Resolução falando no princípio, mas em outra limitava sua abrangência ao que não confrontasse com qualquer disposição legal ou normativa.

Mas, mesmo assim, a Lei das SAs foi a maior revolução contábil do Brasil até então. O Decreto-Lei 1598, no ano seguinte, 1977, reformulou a legislação tributária para ficar conforme à nova Lei, e criou o LALUR - Livro de Apuração do Lucro Real, exigindo sua utilização inclusive na prevalência da contabilidade sobre o interesse fiscal. Mas a Receita Federal de então, logo depois, com a queda de Simonsen, acabou com a inovação e passou a exigir o uso do LALUR apenas para os usos que ela, Receita, prescrevesse previamente. E assim reverteu-se a tendência, amarrando-se novamente a contabilidade ao interesse fiscal. E não se conseguiu aplicar

adequadamente os conceitos contábeis porque isso implicava, frequentemente, em acréscimo de impostos.

A própria CVM, que por intermédio de sua Comissão Consultiva procurava fazer evoluir nossa contabilidade a partir das normas que o IASB (e também o FASB) iam emitindo, não conseguia esse intento muitas vezes porque a implicação tributária impedia. Inclusive os minoritários seriam prejudicados se isso fosse forçado.

Mas não só a interferência fiscal foi fazendo com que a Contabilidade Brasileira, que com a Lei das SAs ficou entre as melhores do mundo, fosse com o tempo de dissociando do que de melhor ia ocorrendo no IASB e no FASB, mas também a própria Lei para isso contribuiu. Afinal, colocar norma contábil na Lei pode significar um enorme avanço de início, se bem feita. Mas seguramente atrapalhará a evolução porque, com o tempo, obstará novas evoluções.

Por causa disso, e do problema fiscal, a CVM não pôde, por exemplo, introduzir as inovações necessárias relativas aos instrumentos financeiros e outros elementos avan-

liáveis a valor justo, ao verdadeiro conceito de depreciação e amortização, ao registro internacional das subvenções, das operações de *leasing*, das mudanças nas concessões de energia elétrica, das alterações drásticas no registro dos derivativos, do *hedge accounting* etc. etc.

Enquanto isso o mundo evoluía e a União Europeia passou, em 2005, a adotar as novas Normas do IASB para as companhias listadas, ampliando-se o fosso entre a nova melhor contabilidade mundial e a nossa.

Só em finalzinho de 2007, com a Lei 11.638, e mais a Lei 11.941 de 2009, finalmente, a Moderna Contabilidade na sua integralidade aterrissou no Brasil.

Segregação entre Fisco e Contabilidade, mudanças na Lei das SAs para permitir as novas normas (o ideal é tirar tudo da Lei, diga-se de passagem), determinação da Lei para se prosseguir em direção às Normas Internacionais e, fantástico, a nova postura da Receita Federal que agora realmente respeita a independência da Contabilidade foram as chaves para essa mudança.

É necessário lembrar que essa situação de relacionamento entre a Contabilidade e o Fisco deriva do fato de o Brasil haver, diferentemente da grande maioria dos países, deliberado praticar essa moderna contabilidade também nos balanços individuais. A maior parte do mundo as aplica apenas nas demonstrações consolidadas. Ou seja, a Alemanha, por exemplo, continua não aplicando equivalência patrimonial nas demonstrações individuais (receita que não é acompanhada por caixa ou direito a receber caixa proximamente não se encaixa na

acepção de receita dos mais conservadores), continua apurando resultado nos contratos de longo prazo apenas quando encerrados etc. E, na hora de montar as demonstrações consolidadas, aí sim aplica as IFRSs emanadas do IASB. Com isso não há qualquer problema com a área tributária decorrente dessas normas internacionais, já que a tributação se opera basicamente em cima das demonstrações individuais.

Como ousamos, no Brasil, ir além, muito além, levando as normas internacionais plenas para os balanços individuais das empresas abertas e das acima das médias e também para muitas outras reguladas, e as normas internacionais mais simplificadas para as pequenas e médias empresas, tivemos que resolver o conflito interesse contábil versus interesse fiscal.

### **3.5. Alguns dos pontos mais relevantes da moderna contabilidade**

---

Ao longo deste capítulo já mencionamos diversos dos pontos que mais se destacam dentro dessa Moderna Contabilidade, mas vamos aqui reprimir alguns e comentar sobre outros.

#### **3.5.1. Essência sobre a forma**

Já comentamos bastante sobre isso, mas é bom lembrar que a CVM tem, em seus Ofícios Circulares, ressaltado enormemente esse ponto e levantado diversas hipóteses em que pode não estar sendo devidamente aplicado o conceito. Isso mostra como o aprendizado desse princípio é demorado e complexo.

Por exemplo, quando da venda de imóveis em que há uma opção de compra ou de venda que, forçosamente, ou de maneira fortemente induzida, levará à reaquisição, a CVM chama a atenção. Essa situação pode mostrar que a operação, ao invés de uma aparente venda seguida de futura compra, trata-se, na verdade, de empréstimo em que o imóvel, por garantia, é passado ao nome do emprestador. Assim, a obediência ao princípio leva ao registro, na “vendedora”, do registro do dinheiro recebido como empréstimo (e não como receita de venda), sem baixa do ativo, e ao reconhecimento de parte dos pagamentos como despesa financeira com base na taxa efetiva de juros e parte como amortização da dívida contraída.

Noutro exemplo, uma empresa faz um investimento numa sociedade de propósito especial e, seguindo a forma, aplica a equivalência patrimonial. As garantias de retorno obtidas da sociedade investida ou de outros seus sócios podem, todavia, caracterizar a operação muito mais, na essência, como um investimento de outra natureza que não o típico pelo risco so-

cietário; às vezes, no extremo, pode até mesmo caracterizá-lo como um efetivo recebível. Assim, o reconhecimento contábil deve mostrar a essência da operação, e não sua forma, se ambas colidirem.

Algumas operações caracterizadas formalmente como de permuta do ponto de vista legal e até tributário podem, também, disfarçar genuínas operações de venda de um ativo e compra de outro, com ou sem pagamento por diferença de preços. Nesse caso há até norma contábil específica nas internacionais, e de novo fundamentada na análise da essência econômica da operação, e não somente no formalmente estabelecido em contrato.

O fundamental, nessa “nova” contabilidade, é a representação, o melhor possível, da efetiva realidade que as demonstrações pretendem revelar.

Algumas evoluções estarão sendo introduzidas proximamente, também nessa linha, com as novas normas sobre *leasing*, com uma melhor transparência com a evidenciação dos “direitos de uso” decorrentes de certos contratos. Ao invés de a arrendatária colocar diretamente o bem arrendado como seu imobilizado, por exemplo, continuará fazendo o reconhecimento do ativo no seu balanço, mas com a terminologia de *direito de uso*, para conciliar e mais claramente discriminar ativos que não são de sua propriedade jurídica, mas que estão sob seu controle.

Só que muitos outros contratos terão seus ativos e passivos mais claramente evidenciados. Por exemplo, contratos de arrendamento genuinamente operacionais, como alugueis de veículos por dois anos sem qualquer intenção de sua compra ao final do contrato, hoje (2016) são contabilizados simplesmente como despesas de alugueis, sem registro de quaisquer ativos ou passivos; mas isso mudará, com o registro no ativo da arrendatária do direito de uso desses veículos, com o consequente reconhecimento do passivo e da despesa financeira daí advinda. Muitos contratos de alugueis de imóveis por períodos razoáveis de tempo (dois, dez, vinte anos por exemplo) passarão a fazer constar ativos (direito de uso) e passivos possivelmente significativos na locatária, bem como surgirão despesas financeiras e despesas de amortização do ativo intangível direito de uso no lugar das despesas com aluguel.

É bom lembrar que esses conceitos, assim com todos os demais da contabilidade, são dinâmicos no que diz respeito ao seu conhecimento, ao seu domínio e à sua aplicação. É como o conceito de regime de competência: quanto mais se o aprende, mais novas situações para sua aplicação vão surgindo todo o ano. Por exemplo, só há duas décadas o Banco do Brasil reconheceu seu passivo, e o registro por competência, dos encargos com seus empregados por complementação de aposentadoria e outros, anteriores à criação da PREVI e de sua estrita responsabilidade. O Banespa já o havia feito uma década antes. Curva de aprendizado... E a norma contábil brasi-

leira, antecipando a utilização da internacional, só ocorreu pela Delib. CVM 371em 2.000.

### 3.5.2. Reconhecimento da receita

A aplicação da figura da essência econômica na análise de um contrato pode fazer com que uma simples venda de um bem com a promessa de entrega de um serviço de manutenção sem custo adicional, e/ou de peças de reposição a efetivamente substituí-

rem outros originais que acompanham o bem (isso não é garantia) a serem fornecidas também “gratuitamente no futuro, pode gerar situações com as quais não estávamos antes acostumados. A norma em vigência sobre Receitas (CPC 30) já exige o desdobramento, nesse caso, se relevantes, dos valores envolvidos, com a venda distribuída em vários pedaços de receitas. A prática antiga de reconhecer como receita apenas a nota fiscal da venda do bem original, e no máximo uma provisão contábil por conta da manutenção e da peça “gratuita” a serem entregues no futuro, não é mais possível. Há que se distribuir o valor total contido na negociação inicial em três partes nesse exemplo: quanto é o montante referente à venda do bem propriamente dito, e só isso é receita contabilmente falando no início da operação; o excedente cobrado precisa ser reconhecido como valor recebido antecipadamente no passivo e ser transferido para receita com serviço de manutenção e receita por venda da peça a substituir a outra quando de suas efetivas entregas ao cliente. E isso vai ficar muito mais reforçado com a nova norma sobre Receitas a entrar em vigência em 2018.

Ainda falando em receita, outro exemplo: se houver preço não totalmente fixo, com parte podendo ser reduzida ou até incrementada por conta, por exemplo, de desempenho futuro de um equipamento sendo vendido, fará com que o valor da receita seja definido com base na melhor das expectativas sobre o efetivo aumento ou redução do valor previamente acordado, e não com base no montante provavelmente constante da nota fiscal quando da transferência do bem ao adquirente.

Há mais novidades nesse ponto, mas o importante é o seguinte: veja-se que muitas normas contábeis nada mais são do que explícitas e expressas aplicações do conceito geral de primazia da essência econômica sobre a forma jurídica, quando estas duas não convergem entre si. Ou seja, há o princípio geral a ser aplicado em normas já existentes, e há o mesmo princípio geral a ser aplicado em situações onde normas próprias não existem; o que existe é a aplicação da análise e do julgamento em cada caso específico.

### 3.5.3. Ampliação do uso do valor justo

O uso do valor justo na contabilidade se iniciou com o ajuste do caixa em moeda estrangeira e recebíveis e pagáveis nessas moedas. O grande salto foi com a mineração de ouro quando, para variar os ingleses, perceberam que seria melhor reconhecer o lucro na produção desse mineral, quando devidamente purificado, lingotado e depositado em lugar seguro, ao invés de na venda; afinal, vender ouro não exige nada de desempenho efetivamente especial. E fizeram assim ao reconhecer o estoque de ouro produzido ao valor justo, contra receita de produção, baixando os custos até então ativados como despesa: lucro de produção. Se destinado à venda, continuava o uso do valor justo para registro dos ganhos e perdas por “não venda”, ou seja, pelo processo de manutenção em estoque. Mensuração e avaliação do desempenho representativos muito melhores da efetiva realidade do que o registro da receita quando apenas da venda.

Esse procedimento foi se estendendo para outros minerais e também para produtos vegetais e animais, mas com uma característica: desde que presente um mercado ativo que pudesse objetivamente fornecer o preço de mercado e um processo de venda que não envolvesse esforço substantivo. A adoção foi se estendendo aos processos de agregação de valor ao longo do tempo, como criação de animais, envelhecimento de vinhos etc.

E a adoção desse procedimento para os instrumentos financeiros destinados à venda foi o passo seguinte, mas, inicialmente, desde que também presentes as condições de mercado ativo e facilidade de venda.

Mais à frente saiu-se até que bastante desses conceitos básicos, quando se adotou, há já muitos anos, duas novidades: inicialmente aceitando-se a reavaliação de ativos imobilizados e alguns poucos ativos intangíveis (não permitida no Brasil atualmente, mas aceitas nas normas internacionais), ou seja, ampliação para itens não destinados à venda, mas sim ao uso. E sem a obrigação da figura do mercado ativo. Porém, por precaução, sem que a contrapartida dessas reavaliações afetasse o resultado no seu reconhecimento.

Mais recentemente, duas ampliações do uso do valor justo: aceitando-se valores a partir de estimativas com base em expectativas de geração de caixa futuro e/ou modelos econôméticos, sem qualquer exigência de mercado efetivo; e a ampliação para certos ativos não destinados à venda, mas com contrapartida no resultado, como no caso dos ativos biológicos representados por plantas produtoras de frutos, folhas, caules etc. Os resultados, obviamente, foram visíveis: perda de credibilidade e aceitabilidade desses valores por muitos usuários e, no caso extremo das plantas portadoras, volta atrás por parte do IASB, a partir de 2016, com o retorno ao princípio do custo como base de valor. Nem tudo o que é Moderno é realmente melhor.

Aparentemente não há ensaios atualmente para ampliação do uso do valor justo aos ativos imobilizados e intangíveis; pelo contrário: manifestações expostas pelo próprio IASB revelam inexistência de demanda por isso. Felizmente!

### 3.5.4. Concessões

Uma outra aplicação do conceito da essência econômica se deu no caso das concessões de serviços públicos quando a receita está basicamente sob controle do poder concedente. Normalmente os “imobilizados” dessas concessionárias são, na essência, do poder concedente, e não das concessionárias. Foram, então, retirados dos ativos dessas concessionárias e transformados em ativos intangíveis (direito de exploração) e em ativos financeiros (valores a receber, incluindo os a serem resarcidos quando, ao final do contrato, os bens são entregues ao Estado e ainda são portadores de capacidade de produção e venda de serviços). No caso extremo das transmissoras de energia elétrica, só há ativo financeiro, já que elas têm, nos seus investimentos nos antigos “imobilizados”, verdadeiras aplicações em Letras Financeiras junto ao poder concedente, com receita pré-definida garantida, independente do serviço efetivamente prestado que nem está sob seu controle.

Outros pontos existem nessa área que poderiam ser comentados, como a receita de construção de imobilizados pelas concessionárias para a exploração do direito adquirido, mas só estamos cuidando de alguns exemplos.

### 3.5.5. Entidade – operações em conjunto

O conceito de entidade que, como visto, nasceu com o da Família, depois passou à Pessoa Jurídica, mais tarde à Entidade Econômica e, mais recentemente, com uma expansão forte num caso especial: quando de operações em conjunto, em que uma entidade controla ativos, passivos, receitas e despesas que estão sendo administrados por, e dentro do patrimônio jurídico de outra entidade. Nesses casos tais elementos precisam sair da entidade jurídica onde estão e passar ao da investidora. E isso está em vigência, com uma restrição, no Brasil.

Por exemplo, uma companhia pode ter 4 unidades geradoras de energia elétrica, mas 3 delas serem, efetivamente, dirigidas para acionistas específicos. O acionista A controla uma geradora, responsabiliza-se pelos gastos de sua manutenção, e consome quase toda a energia que ela produz, inclusive pela sua localização geográfica, por exemplo. Inclusive é garantidora do empréstimo feito para financiar sua construção. Nesse caso, no Brasil a norma internacional aplicada exige que, no balanço consolidado do acionista A, seja adicionado o ativo que efetivamente controla que está na investida, o passivo de sua responsabilidade, as receitas e as

despesas vinculadas à “sua” unidade geradora de energia.

Veja-se que o conceito de entidade foi ampliado. Moderno! No Brasil não estamos aplicando esse princípio ainda no caso do balanço individual do investidor, e seu investimento está, nessa peça contábil, adotando, ainda, a equivalência patrimonial de forma a produzir os mesmos resultado e patrimônio líquidos obtidos na consolidação efetuada como descrito.

### **3.5.6. Custos de transações de capital com os sócios, subvenções, prêmios de debêntures, papel dos não controladores, ampliação da consolidação, resultado abrangente etc.**

Começando pelo último: originalmente, os patrimônios líquidos só se movimentavam por duas razões: transações de capital com os sócios (aumento ou devolução de capital, dividendos, compra e venda de ações ou quotas próprias etc.) e resultado. Hoje, transações de capital com os sócios e resultado *abrangente*, e este subdividido em resultado do período e outros resultados abrangentes. (Não estamos incluindo na discussão as modificações decorrentes de mudanças de prática contábil e de retificação de erros).

Essa visão “Moderna” não é tão moderna assim, porque teóricos já propuseram isso há décadas e décadas. E a reavaliação do imobilizado foi uma aplicação prática, inclusive no Brasil, da figura do “resultado abrangente” separado do resultado do período. Mas a ampliação dessa figura dos “outros resultados abrangentes”, com alguns (raros) não transitando nunca pelo resultado, pode assustar um pouco, porque vai ficando difícil, às vezes, analisar a efetiva rentabilidade de uma empresa. Mas veja-se que decorre de uma aplicação mais rígida do regime de competência às vezes (*hedge accounting*, por exemplo, quando se difere uma despesa de variação cambial porque o mesmo acréscimo de câmbio que a provocou gerará receitas incrementadas de exportação à frente); às vezes decorre de uma dificuldade pela flutuação possivelmente exagerada de ativo ou passivo sem contrapartida no caixa a médio prazo – às vezes a longuíssimo prazo como no caso de certas oscilações na provisão para benefícios pós-emprego; às vezes porque não significa, de fato, desempenho da empresa apesar de ser ganho ou perda efetivo econômico (mas não financeiro no prazo visível, como no caso de variação cambial sobre investimentos em país numa moeda funcional distinta) etc. etc.

Só que estamos num ponto ainda complicado: estão os órgãos normatizadores disciplinando esse assunto, mas com base em casos específicos, situações caso a caso, e não com fundamento numa base conceitual já bem discutida, aceita e divulgada do que devia ser resultado do período e o que devia ser outro resultado abrangente. Teremos modificações no futuro próximo?

Outro ponto diferente: dentro da segregação entre transações de capital e resultado, uma visão recente tem trazido enormes impactos: as transações de capital social, ações ou cotas, sempre geraram mudanças no patrimônio líquido sem afetação do resultado do período, nem mesmo pelos ganhos ou perdas nessas transações, registradas nas contas próprias patrimoniais. Mas, o conceito de Patrimônio Líquido como abrangendo os valores atribuíveis aos demais sócios que não a controladora, fez com que as normas internacionais dessem um passo enorme: passaram a considerar as negociações entre o controlador e os acionistas não controladores das controladas (“minoritários” na maior parte das vezes) como se fossem transações de capital entre sócios e a entidade; assim, os “ágios” pagos nessas transações deixaram de ser reconhecidos como tais e passaram a funcionar como alteradores diretos do patrimônio líquido. E com efeitos às vezes enormes no valor desse patrimônio (antes ficavam no ativo, como ágios normais). Conceito “moderno”, mas discutível...

Ainda na segregação do que é transação de capital com os sócios e o que é resultado, tivemos a mudança nos procedimentos contábeis relativos às subvenções para investimento (que passaram a compor o resultado contábil), nos prêmios nas emissões de debêntures (que passaram a reduzir a taxa efetiva de juros) e outros. Também melhorias na classificação com os gastos com as emissões de capital, de títulos de dívida etc. Normalmente com melhoria na qualidade das informações.

Mas o lado negativo ficou no registro contábil das *stock options*, criação Moderna e horrenda: registro de uma despesa, quando de emissão de ações novas, sem que tenha tido, tenha agora ou vá ter, no futuro, qualquer movimentação no caixa! Contrariada, finalmente, a regra de que lucro é caixa! E a contrapartida numa conta que “fica com as reservas de capital”, sem ser reserva de capital, sem ser reserva de lucros etc. O lucro antes dessa despesa poderá ter produzido caixa, o caixa poderá estar disponível, a despesa reduzirá o lucro, mas o caixa continuará lá. Não poderá ser distribuído como dividendo. E o pior, o valor registrado como despesa nada tem a ver com o que realmente seja o que pretende mostrar: o ganho efetivo dos beneficiários por pagarem pelas ações valor inferior ao seu valor justo quando dela adquirem propriedade. A despesa é com base no custo de oportunidade de quando da outorga da opção, não seu exercício, ou seja, baseado com base numa metodologia que tenta apurar qual seria o valor de venda no mercado de uma opção que, por definição, não pode ser vendida nesse mercado! Aí a Modernidade pecou, e exageradamente. Afetação indevida, a nosso ver, do valor do resultado, e por valor indevido. Melhor desconsiderá-lo.

Muitos outros pontos podem ser levantados como caracterizadores da Moderna Contabilidade, mas fiquemos apenas nesses que consideramos alguns dos mais expressivos exemplos.

### **3.6. E o futuro?**

---

Como será a era “Pós-Moderna” da Contabilidade?

Em primeiro lugar, haverá mesmo a universalização das IFRSs? Os EUA aceitam hoje que as empresas estrangeiras depositem lá suas demonstrações com base nas normas internacionais, mas vão um dia aceitar que suas empresas locais as apliquem (sem falar na remotíssima hipótese de exigirem)? A China e a Índia vão adotá-las para valer? A União Europeia não corre o risco de ampliar as exceções? Acho que a força do dinheiro será sempre no sentido de ampliar a utilização de um único conjunto normativo no mundo como fator necessário à redução de custos e de riscos. Mas a velocidade é sempre uma incógnita e a dependência estará, é claro, na efetiva aceitabilidade e aplicabilidade dessas normas. Assim, podemos ser relativamente otimistas nesse sentido, sabendo que altos e baixos sempre acontecerão. E esse otimismo não é ideológico, é pragmático: diversas contabilidade custam muito caro!

Acreditamos na absoluta necessidade de se parar, rapidamente, com o excesso de novas normas, cada vez mais detalhadas e mais complexas. Elas precisam voltar a ser enxutas, orientadas em princípios, e com as aplicações setoriais sendo desenvolvidas pelos próprios interessados. Para isso talvez seja necessária até a redução do tamanho do próprio IASB. Muita gente vivendo de fazer normas acelerará o avanço da quantidade e do detalhamento delas.

No Brasil, o que falta é o Banco Central, a SUSEP, a ANS e outros órgãos reconhecerem a necessidade do uso das demonstrações contábeis pelos usuários em geral, principalmente investidores, credores, depositantes, segurados, beneficiários, usuários de serviços etc. O viés é o de as agências reguladoras que detêm responsabilidade pelo acompanhamento da saúde de seus regulados se colocarem como as principais usuárias dessas demonstrações. Reconhecemos que essa é uma atitude normal, mas que pode ser combinada com a outra visão de privilégio da sociedade em geral.

A ANEEL deu um exemplo de comportamento exemplar quando deliberou que as demonstrações contábeis são assunto do mercado, e as demonstrações regulatórias, com critérios de avaliação, reconhecimento e classificação que interessam só à Agência para poder bem cumprir sua missão, são de seu exclusivo uso. Assim, as elétricas produzem os dois conjuntos de informações. Um divulgado junto à sociedade, e outro para a ANEEL. Solução inteligente, exemplar e digna de aplausos. Necessidades diferentes, produtos diferentes.

Assim, os outros reguladores poderiam também ter seus balanços regulatórios só para seus

fins próprios como órgãos responsáveis por acompanhar o desempenho e a saúde de seus regulados, separadamente das demonstrações financeiras societárias. Nesses balanços regulatórios estabeleceriam, e com muito mais liberdade, os critérios que considerassem adequados e pertinentes ao que procuram.

---

# 4 ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DE INVESTIMENTOS

---

Marco Saravalle

Analista credenciado CNPI, associado  
e diretor da APIMEC Brasil

## 4.1. Objetivo da Análise Fundamentalista: Conceito de Valor

---

A análise fundamentalista de investimentos pode ser utilizada para diferentes fins. Em nosso caso específico neste livro, o foco será a obtenção de um valor justo para uma empresa e, consequentemente, para uma ação listada em bolsa. Dessa forma, é importante que não se confunda valor justo com preço. O preço é a referência de uma ação que está sendo negociada em bolsa. Mas, será que este preço reflete o valor “real” das ações de uma empresa? Ou seja, este preço é o valor justo?

A resposta a esta pergunta é um dos principais desafios e o principal objetivo da Análise Fundamentalista.

A análise fundamentalista busca determinar o valor intrínseco de uma empresa, utilizando-se de dados financeiros e econômicos para avaliar seu verdadeiro valor, considerando seus ativos, passivos, receita, lucros, crescimento potencial, entre outros fatores. Este valor intrínseco é comparado com o preço atual de mercado para decidir se uma ação está subvalorizada, sobrevalorizada ou justamente avaliada.

### 4.1. Atualização e Expansão do Conceito de Valor

Nos últimos anos, a análise fundamentalista tem evoluído para incluir novos conceitos e metodologias que ajudam a determinar o valor justo de uma empresa de maneira mais precisa. Aqui estão algumas atualizações e expansões sobre o conceito de valor na análise fundamentalista:

#### 4.1.1. Valor Intrínseco e Valor de Mercado

**Valor Intrínseco:** Calculado com base em uma análise detalhada dos fundamentos da empresa, como fluxo de caixa descontado, lucro futuro projetado e análise de ativos.

**Valor de Mercado:** O preço pelo qual uma ação é negociada na bolsa. Esse preço pode ser influenciado por diversos fatores, incluindo sentimento do mercado, notícias e especulação.

#### **4.1.2. Importância dos Indicadores ESG**

Os critérios de Environmental, Social, and Governance (ESG) estão se tornando cada vez mais relevantes na análise fundamentalista. Investidores estão considerando o desempenho ambiental, social e de governança de uma empresa como parte de sua avaliação de valor.

Empresas que aderem a boas práticas ESG tendem a ser mais sustentáveis a longo prazo, o que pode refletir em um valor intrínseco mais alto.

#### **4.1.3. Análise de Cenários**

Utilizar diferentes cenários econômicos para projetar o desempenho futuro de uma empresa. Isso inclui considerar cenários pessimistas, otimistas e base, para entender melhor os riscos e oportunidades.

#### **4.1.4. Impacto da Tecnologia e Inovação**

A capacidade de inovação e adaptação tecnológica de uma empresa é um fator crucial na determinação de seu valor. Empresas que estão na vanguarda tecnológica podem ter um valor intrínseco mais alto devido ao seu potencial de crescimento e liderança de mercado.

#### **4.1.5. Globalização e Competitividade**

Avaliar como a empresa está posicionada globalmente, sua competitividade em mercados internacionais e sua capacidade de expandir suas operações além das fronteiras nacionais.

#### **4.1.6. Simplificação e Clareza na Comunicação**

É fundamental que a análise fundamentalista seja comunicada de maneira clara e acessível, especialmente considerando que o objetivo deste livro é alcançar a maior quantidade de categorias de investidores e potenciais investidores possível. Para isso, vamos ver:

**Uso de Linguagem Acessível:** Simplificar termos técnicos e utilizar exemplos práticos para ilustrar conceitos complexos.

**Estrutura Introdutória:** Manter o capítulo introdutório e progressivamente aumentar a complexidade, permitindo que leitores com diferentes níveis de conhecimento acompanhem o conteúdo.

**Casos Práticos e Exemplos:** Incluir estudos de caso reais e exemplos práticos para facilitar o entendimento e aplicação dos conceitos discutidos.

## 4.2. Métodos de análise fundamentalista

---

Existem duas principais estratégias de análise de investimentos para a escolha do “melhor” ativo – a visão top down e a outra bottom up. Na realidade elas são complementares e a maioria dos analistas usam-nas de forma complementar.

### 4.2.1. Análise Top Down

Na estratégia top down, a análise começa pela visão macroeconômica, examinando a economia como um todo, tanto local quanto global. Essa abordagem foca inicialmente em fatores macroeconômicos, como crescimento do PIB, taxas de juros, inflação, políticas governamentais e tendências globais, antes de afunilar a análise para setores específicos e, finalmente, para empresas individuais.

#### Passos na Análise Top Down:

##### Análise Macroeconômica:

- Estudo das condições econômicas globais e locais.
- Exame das políticas monetárias e fiscais dos governos.
- Avaliação das taxas de câmbio e suas influências nas exportações e importações.

##### Análise Setorial:

- Identificação dos setores que se beneficiam ou são prejudicados pelas condições macroeconômicas.
- Análise de tendências setoriais, regulamentações e inovações tecnológicas.

##### Análise de Empresas:

- Seleção das melhores empresas dentro dos setores identificados.
- Avaliação das demonstrações financeiras, vantagem competitiva, gestão e pers-

pectivas futuras.

### **Exemplo Recente:**

Em 2023, a alta das taxas de juros nos EUA pelo Federal Reserve teve um impacto significativo nos mercados globais. Utilizando a análise top down, um analista pode ter começado por avaliar como o aumento das taxas influenciaria a economia global, identificando que setores mais alavancados poderiam sofrer devido ao maior custo de capital. Em seguida, poderia ter se focado em empresas com baixo endividamento e alto fluxo de caixa dentro de setores mais defensivos, como saúde, consumo básico ou empresas de tecnologia menos alavancadas.

#### **4.2.2. Análise Bottom-Up**

A estratégia bottom-up é muitas vezes preferida por analistas e gestores fundamentalistas. Essa metodologia foca na busca pela melhor empresa ou ativo para investir, por meio de análises minuciosas dos demonstrativos financeiros da companhia. Isso inclui projeções financeiras detalhadas, comparações com concorrentes e outras empresas listadas na bolsa.

A análise bottom-up vai além dos indicadores de balanço, resultados e fluxo de caixa, que são mais objetivos. Ela também avalia indicadores subjetivos, como a qualidade da gestão e da governança, a força da marca, o alinhamento dos executivos, e riscos empresariais não refletidos no balanço (legal, reputacional, ambiental, social, etc.). A premissa é que as empresas analisadas devem entregar o desempenho esperado pelo analista ou gestor, seguindo projeções ajustadas ao cenário macroeconômico, e depender mais do desempenho econômico-financeiro.

#### **Objetivo da Análise Bottom-Up**

O principal objetivo da análise de investimentos, seja pela visão top-down, bottom-up ou pela combinação das duas, é calcular o valor justo da empresa. O “valor justo” é determinado com base no comportamento e nas expectativas do fluxo de caixa, considerando o horizonte temporal da análise, o comportamento da alavancagem e a taxa de desconto, que é formada pelo cálculo da taxa de juros livre de risco e do risco específico da companhia. Esse valor é fundamentado principalmente em dados contábeis, ou seja, fatos quantitativos do desempenho da empresa.

## **Valor na Perpetuidade**

Outro conceito relevante é o “valor na perpetuidade,” que representa o valor que a empresa pode agregar após o período projetado. O “valor da empresa na perpetuidade” frequentemente representa uma parcela significativa do cálculo do valor total, sendo tão importante quanto os cálculos do fluxo de caixa no período inicial projetado.

## **Considerações Qualitativas Recentes**

Preocupações recentes, de ordem qualitativa, como governança, reputação, capital intelectual, princípios ambientais e de relacionamento com as partes interessadas, têm ganhado destaque. Essas questões, embora muitas vezes fora do escopo das demonstrações financeiras e patrimoniais das empresas, impactam diretamente na taxa de desconto da empresa pelo ângulo do risco e nas estratégias empresariais para aproveitamento de oportunidades (por exemplo, uma empresa sucroalcooleira que utiliza o bagaço de cana para geração de energia limpa).

Ao integrar essas considerações qualitativas e quantitativas, a análise bottom-up fornece uma visão abrangente e detalhada do valor potencial de uma empresa, permitindo decisões de investimento mais informadas e precisas.

### **4.2.3. Indicadores Macroeconômicos na Análise Top Down**

Para entender os efeitos dos indicadores econômicos sobre cada empresa, é necessário uma compreensão detalhada de como cada companhia está estruturada para lidar com fatores macroeconômicos, sociais e ambientais. Essa análise é fundamental para prever como as condições econômicas amplas podem influenciar o desempenho individual das empresas.

#### **Análise dos Indicadores Macroeconômicos**

##### **Crescimento do PIB:**

O crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) é um dos principais indicadores da saúde econômica de um país. Setores cíclicos, como o de bens de consumo duráveis e automóveis, tendem a crescer durante períodos de expansão econômica, enquanto setores defensivos, como saúde e utilidades, são menos afetados por flutuações econômicas.

### **Taxas de Juros:**

As taxas de juros influenciam diretamente o custo do capital para as empresas. Taxas de juros mais altas aumentam os custos de financiamento e podem desacelerar investimentos e expansão. Empresas altamente endividadas são particularmente sensíveis a variações nas taxas de juros.

### **Inflação:**

A inflação afeta o poder de compra dos consumidores e os custos de produção das empresas. Empresas que conseguem repassar aumentos de custos para os consumidores, como as que operam em setores com menor elasticidade de preço, são mais resilientes em ambientes inflacionários.

### **Taxas de Câmbio:**

As taxas de câmbio impactam empresas que operam internacionalmente. A desvalorização da moeda local pode beneficiar exportadoras, mas aumentar os custos de importação para empresas que dependem de insumos estrangeiros.

### **Políticas Governamentais:**

Mudanças nas políticas fiscais e regulamentações podem criar oportunidades ou desafios significativos para as empresas. Subsídios, tarifas e mudanças tributárias são alguns dos fatores que podem afetar o desempenho setorial e empresarial.

## **Compreendendo as Empresas**

Para avaliar como as empresas respondem a esses indicadores macroeconômicos, é essencial examinar seus demonstrativos financeiros e balanços. Esses documentos revelam a saúde financeira da empresa, suas estratégias de crescimento e sua capacidade de enfrentar mudanças econômicas.

### **Demonstrativos de Resultados:**

**Receita e Estrutura de Faturamento:** Analisar as fontes de receita ajuda a entender quais segmentos de negócio são mais lucrativos e como a empresa pode ser afetada por mudanças econômicas.

**Custos e Margens:** Avaliar os custos fixos e variáveis e as margens de lucro permite

prever a capacidade da empresa de manter lucratividade em diferentes cenários econômicos.

### **Balanço Patrimonial:**

**Endividamento:** O nível de endividamento da empresa indica sua exposição a riscos de aumento das taxas de juros e sua capacidade de sustentar operações durante períodos de crise econômica.

**Liquidez:** A análise da liquidez, incluindo caixa disponível e ativos circulantes, revela a capacidade da empresa de honrar suas obrigações de curto prazo.

**Ativos e Passivos:** Examinar a composição de ativos e passivos ajuda a entender a estrutura de capital da empresa e sua capacidade de investir em crescimento ou lidar com adversidades econômicas.

### **Estratégias de Marketing e Competitividade:**

**Posicionamento de Mercado:** A análise do posicionamento de mercado e das estratégias de marketing permite avaliar como a empresa se diferencia de seus concorrentes e atrai consumidores.

**Inovação e Adaptabilidade:** Empresas que investem em inovação e são adaptáveis a mudanças tecnológicas e de mercado tendem a ter uma vantagem competitiva em cenários econômicos voláteis.

Exemplos de Aplicação:

### **Setor de Tecnologia:**

Em um ambiente de alta nas taxas de juros, empresas de tecnologia que possuem fortes balanços patrimoniais e baixa dependência de financiamento externo são menos impactadas pelos custos crescentes de capital. Empresas como a Apple, com grande reserva de caixa, podem continuar investindo em inovação mesmo em cenários econômicos desafiadores.

### **Setor de Energia:**

Com a crescente preocupação ambiental e políticas governamentais favoráveis a energias renováveis, empresas do setor de energia limpa estão bem posicionadas para

aproveitar essas tendências macroeconômicas. Analisar os investimentos em infraestrutura e a diversificação de fontes de energia é crucial para prever o desempenho dessas empresas.

#### 4.2.4. Análise Setorial – Conectando o Macro com o Micro

Uma boa análise top-down é feita após uma completa compreensão da análise bottom-up, e é neste contexto que a análise setorial conecta essas duas abordagens. A análise setorial nos permite entender o contexto econômico em que uma empresa está inserida, exigindo uma abordagem que combina a sensibilidade macroeconômica com a análise dos concorrentes. A análise SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats) é frequentemente utilizada para comparar as visões top-down e bottom-up e será detalhada mais adiante.

##### Importância da Análise Setorial

Para realizar uma análise ou avaliação por múltiplos, como será visto mais adiante, é fundamental compreender a análise setorial. É essencial avaliar:

- ✓ **Modelos de Gestão:** Eficiência e estratégia de gestão da empresa.
- ✓ **Qualidade do Público Interno:** Competência e motivação dos colaboradores.
- ✓ **Investimentos em Tecnologia:** Nível de inovação e impacto na geração de valor.
- ✓ **Geração de Valor:** Como esses fatores contribuem para o crescimento e a sustentabilidade da empresa.

##### Comparação por Múltiplos

Ao comparar empresas diferentes, a análise setorial deve qualificar bem os múltiplos utilizados para garantir uma comparação eficaz e justa. Empresas dentro de um mesmo setor podem operar de maneiras muito distintas, e entender essas nuances é crucial para uma avaliação precisa.

## Ferramentas da Análise Setorial

A análise setorial utiliza várias ferramentas e técnicas para fornecer uma visão abrangente do setor. Entre elas:

- ✓ **Comparação entre Setores:** Identifica riscos, oportunidades de investimento e diferenças nos padrões de rentabilidade.
- ✓ **Avaliação de Políticas Ambientais, Sociais e de Governança (ESG):** Considera como essas políticas afetam a sustentabilidade e a reputação da empresa.
- ✓ **Conhecimento do Capital Intelectual e Inovação Tecnológica:** Avalia a capacidade da empresa de inovar e se adaptar às mudanças.

## Principais Premissas da Análise Setorial

A análise setorial estabelece a base para as principais premissas utilizadas nas projeções, como:

- ✓ **Atual Momento do Setor:** Determinar se o setor está em crescimento, estagnação ou declínio.
- ✓ **Tendências para o Setor:** Identificar ciclos e sazonalidades que podem afetar a performance.
- ✓ **Identificação de Melhores e Piores Empresas:** Avaliar o desempenho relativo das empresas dentro do setor.
- ✓ **Reconhecimento dos Principais Riscos:** Identificar e mitigar riscos associados ao setor.
- ✓ **Oportunidades de Investimento:** Detectar as melhores oportunidades dentro do setor.
- ✓ **Conhecimento de Clientes e Fornecedores:** Compreender a dinâmica de mercado e a cadeia de suprimentos.
- ✓ **Política de Investimentos e Distribuição de Dividendos:** Avaliar como a empresa investe e distribui lucros aos acionistas.

A análise setorial é um componente essencial da análise fundamentalista, permitindo uma conexão eficaz entre as abordagens macroeconômica (top-down) e microeconômica (bottom-up). Ao fornecer uma compreensão detalhada do contexto econômico e das dinâmicas do setor, essa análise apoia a identificação de valor, riscos e oportunidades, tornando-a crucial para decisões de investimento informadas e estratégicas.

## 4.3. Análise Fundamentalista

---

### 4.3.1. Conceitos da Análise Fundamentalista

A análise fundamentalista pode parecer complexa devido à multiplicidade de variáveis envolvidas. No entanto, é essencial simplificar essa complexidade para atender às necessidades dos investidores, permitindo que todos compreendam o processo de análise fundamentalista de empresas.

Para iniciar a análise, a pergunta mais importante é: como fazer esta análise? Comparar a análise fundamentalista de empresas com a administração das finanças pessoais de um indivíduo pode fornecer insights valiosos. O que é benéfico no plano individual também tende a ser positivo para uma empresa e vice-versa. Essa analogia ajuda a tornar a compreensão do processo mais rápida e simples.

Vamos considerar dois exemplos:

#### Gestão de Finanças Pessoais:

Se um indivíduo gasta menos do que ganha, ele forma poupança no final do mês, podendo planejar uma viagem, trocar de carro, etc. Caso contrário, se gastar mais do que ganha, novas dívidas surgirão, exigindo uma revisão do padrão de consumo para evitar inadimplência.

#### Gestão Empresarial:

Para uma empresa, a lógica é semelhante. Analistas e investidores avaliam os fundamentos das companhias, sua capacidade de gerar valor e tomar decisões sobre o destino dos lucros: crescimento ou distribuição aos acionistas. Caso contrário, a empresa precisará se endividar ou revisar seu modelo de gestão, ajustando sua estrutura

de capital, reduzindo despesas ou vendendo ativos.

O principal objetivo de toda companhia (e de todo indivíduo) é gerar caixa para perpetuar suas atividades e proporcionar bons retornos aos acionistas (indivíduos), principalmente através de dividendos. Por isso, é crucial analisar a capacidade de uma empresa de gerar caixa no longo prazo.

A análise fundamentalista avalia a capacidade de um ativo gerar benefícios futuros e quanto seria justo pagar por ele hoje, considerando o trade-off entre a saída de recursos atual e os benefícios futuros. Essa ferramenta é essencial para decidir a melhor alternativa de investimento, escolha de alocação de recursos ou a decisão de não realizar um desembolso ou de vender ativos.

Para realizar a análise fundamentalista de empresas, utilizam-se informações fornecidas pelas próprias empresas, junto com a compreensão da conjuntura macroeconômica e do panorama setorial. Todas as companhias de capital aberto possuem uma área exclusiva de relações com investidores, onde informações financeiras são públicas e acessíveis gratuitamente.

O analista fundamentalista ou investidor interessado na área precisa ter uma visão interdisciplinar, com conhecimento em diversas áreas, como política, macroeconomia, finanças e contabilidade.

### **Valor de um Ativo e Modelos Financeiros**

O valor de um ativo é determinado pela sua capacidade de gerar benefícios futuros. Analistas utilizam modelos financeiros para tomar decisões de investimento, avaliando quanto seria justo pagar por um bem hoje, com base na expectativa de benefícios futuros.

Quem busca investimentos com boa rentabilidade no longo prazo, seja para formação de poupança individual ou para previdência complementar, precisará de orientações baseadas na análise fundamentalista de ativos, já que nem todos os investidores são especialistas em economia, negócios e finanças.

### **Conceito de Valor Justo**

O conceito de valor justo é fundamental para determinar se a empresa está com preço inferior (recomendação de compra), em equilíbrio (manutenção em carteira)

ou acima do valor justo (não é recomendável a compra).

### **Perspectiva do Investidor**

Ao investir em ações, é essencial ter a perspectiva de que o investidor se torna sócio da empresa. Esse entendimento é crucial ao fazer análise e investir em ações, pois o investidor passa a ser dono, mesmo que seja de uma única ação.

A análise de uma empresa leva em conta tanto o lado quantitativo (nímeros) quanto o qualitativo (controladores, executivos, conselho administrativo, etc.). A decisão de investir depende da interpretação individual de cada um. As ações são negociadas diariamente porque há diferentes decisões sobre cada ativo, com compradores e vendedores com pensamentos, objetivos e caminhos decisórios distintos.

### **Impacto dos Fatores no Preço das Ações**

Compreender como os fatores quantitativos e qualitativos impactam o preço das ações e as perspectivas de rentabilidade dos investimentos é crucial. Embora as informações usadas sejam públicas, análises mais profundas podem identificar bons negócios e descobrir aspectos que o mercado não está percebendo.

Por exemplo, uma empresa com saúde financeira impecável pode estar subavaliada devido a problemas de governança ou eventos atípicos que não se refletem nos balanços, exigindo atenção quanto ao seu impacto financeiro e temporal. Saber diferenciar esses aspectos é fundamental.

### **Diversificação entre Renda Fixa e Renda Variável**

Apesar de a renda fixa ser dominante na carteira dos investidores e nas decisões de alocação de recursos (sobretudo dos brasileiros), os investimentos em renda variável têm aumentado nas recomendações de investimentos. A sofisticação dos títulos corporativos, fusões e aquisições estão cada vez mais no foco das análises devido ao componente de risco, que se tornou uma preocupação presente entre investidores e alocadores.

### **Cultura de Poupança e Investimentos**

Poupança e investimentos devem fazer parte da cultura das pessoas. As novas tendências exigem maior embasamento técnico para melhorar a segurança nas decisões

de investimento, refletindo-se nas expectativas de valorização patrimonial, retorno em dividendos (yield), tempo de recuperação do investimento (payback), etc. Esses indicadores refletem como os resultados dos investimentos serão medidos, começando com os demonstrativos patrimoniais e financeiros das empresas, que fornecem informações importantes como ativo, passivo, patrimônio líquido, receita líquida, lucro operacional, caixa, etc.

#### 4.3.2. Introdução à Análise das demonstrações financeiras

A análise de balanços, enraizada na tradição contábil, é fundamental para entender a saúde financeira de uma empresa. Esse processo envolve a avaliação das principais demonstrações financeiras, como o Balanço Patrimonial (BP), a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) e a Demonstração de Fluxo de Caixa. Este capítulo oferece uma visão geral de cada uma dessas demonstrações e destaca pontos cruciais a serem analisados.

##### Balanço Patrimonial (BP)

O Balanço Patrimonial é uma ferramenta essencial para entender a posição patrimonial e financeira da empresa. Sua análise deve focar em dois pontos principais:

- ✓ **Posição Patrimonial e Financeira:** Avaliar a saúde financeira da companhia, incluindo ativos, passivos e patrimônio líquido.
- ✓ **Comparação Histórica:** Comparar os números com anos anteriores, conforme exigido pelo artigo 176 da lei 6.404/76. Esta análise histórica, geralmente abrangendo pelo menos três anos, ajuda a identificar tendências e perspectivas, crucial para avaliar a capacidade de geração de valor da empresa no futuro.

##### Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

A DRE apresenta o desempenho operacional da empresa ao longo de um período, mostrando receitas, despesas, lucros e prejuízos. Essa demonstração permite analisar a eficiência operacional e a lucratividade da empresa.

##### Demonstração de Fluxo de Caixa

A Demonstração de Fluxo de Caixa detalha as entradas e saídas de caixa da empresa, divididas em atividades operacionais, de investimento e de financiamento. Essa análise é vital para entender a capacidade de a empresa gerar caixa e manter suas operações no longo prazo.

## Teorias e Estrutura de Capital

A teoria acadêmica sobre a análise de balanços aborda diversos objetivos, incluindo a estrutura ótima de capital. Os pioneiros Franco Modigliani e Merton Miller demonstraram, nos anos 50, que em um mercado eficiente e sem custos, o valor de uma empresa independe de sua estrutura de capital. No entanto, a realidade prática mostra que mercados eficientes nem sempre existem, e a estrutura ótima depende da capacidade de pagamento e do grau de risco assumido pela empresa.

Para ilustrar, consideremos a gestão financeira pessoal:

- ✓ **Endividamento Conservador:** Um indivíduo sem dívidas pode não conseguir adquirir bens desejáveis.
- ✓ **Endividamento Arriscado:** Por outro lado, assumir dívidas excessivas para comprar uma TV de alto valor com um prazo de pagamento curto pode ser arriscado. A dívida deve ser compatível com a capacidade de geração de renda futura.

O mesmo se aplica às empresas:

- ✓ **Endividamento Saudável:** A aquisição de uma casa com financiamento a taxas compatíveis é vantajosa. De forma análoga, uma empresa deve equilibrar suas dívidas com sua capacidade de geração de caixa e os custos das obrigações.
- ✓ **Desajuste Financeiro:** Um desajuste entre receitas futuras e obrigações pode levar a situações financeiras desconfortáveis, exigindo revisões orçamentárias ou venda de ativos.

## Exemplos Práticos de Estrutura de Capital

No mundo empresarial, as práticas de endividamento variam significativamente:

- ✓ **Baixa Alavancagem:** Empresas como as do ramo de Ferro Ligas, que historicamente apresentam caixa líquido, mostrando uma gestão conservadora.

- ✓ **Alta Alavancagem:** Empresas do setor de Siderurgia, que podem ter um alto nível de endividamento.

Não se trata apenas de considerar o endividamento como bom ou ruim, mas de avaliar se o financiamento de ativos ocorre a um custo inferior ao exigido pelos acionistas e se a empresa tem geração de caixa suficiente para pagar a dívida correspondente. O exemplo da casa própria ilustra que um financiamento com taxas adequadas pode ser vantajoso, enquanto a ausência de planejamento pode levar a sacrifícios desnecessários.

### **Uma análise comparativa de estrutura de capital**

A CSN, em 31 de março de 2024, apresentou uma dívida líquida consolidada de R\$ 33.431 milhões, com uma alavancagem de 3,13x Dívida Líquida/EBITDA LTM. Em contraste, a Ferbasa, em 31 de março de 2024, apresentou uma posição de caixa líquido de R\$ 781,4 milhões, resultante de uma dívida consolidada de R\$ 268,3 milhões e uma reserva financeira de R\$ 1,050 bilhão. Isso demonstra uma diferença significativa na estrutura de capital, com a Ferbasa mantendo uma posição de caixa líquido, enquanto a CSN apresenta um elevado nível de endividamento.

A decisão de se endividar deve levar em conta prazo, retorno e geração de caixa. Um analista de crédito ou de ações deve avaliar se a dívida trará valor para a empresa e seus acionistas, determinando assim a viabilidade da alavancagem. A prática de gestão financeira empresarial frequentemente difere da teoria, exigindo uma análise cuidadosa e contextualizada.

A análise de balanços é uma ferramenta poderosa para avaliar a saúde financeira de uma empresa. Ao entender e comparar as principais demonstrações financeiras, investidores e analistas podem tomar decisões informadas, equilibrando riscos e oportunidades para maximizar o retorno e assegurar a sustentabilidade financeira.

#### **4.3.3 Análise de balanço**

A análise de balanços é uma ferramenta fundamental para a avaliação quantitativa de investimentos, pois fornece uma visão clara da situação financeira de uma empresa. Ela requer a compreensão de conceitos contábeis básicos, como a liquidez, que mede a capacidade de uma empresa de converter ativos em dinheiro para cumprir obrigações. O balanço patrimonial organiza os ativos e passivos por ordem de liquidez, refletindo a posição financeira em um momento específico.

No que se refere ao capital de giro, a gestão eficiente dos recursos é crucial. Empresas bem-sucedidas frequentemente apresentam capital de giro positivo, o que significa que elas conseguem financiar suas operações diárias com recursos disponíveis, sem precisar recorrer a empréstimos de curto prazo. Exemplos disso podem ser vistos em setores como bebidas, onde as empresas costumam receber pagamentos rapidamente e adiar pagamentos aos fornecedores, e em programas de fidelidade, onde a receita é gerada antes de incorrer em custos.

A análise do balanço patrimonial também envolve a avaliação dos ativos, passivos e do patrimônio líquido (PL). O PL é afetado por lucros ou prejuízos acumulados e decisões de capitalização dos acionistas. Mudanças significativas no capital de giro ou no PL podem indicar alterações na estratégia ou desempenho financeiro da empresa. Além disso, é importante considerar fatores externos, como mudanças regulatórias e econômicas, que podem impactar a saúde financeira da empresa. Compreender essas dinâmicas é essencial para identificar oportunidades e riscos nos investimentos.

Vamos apresentar algumas das principais contas do Balanço Patrimonial e realizar análises rápidas com exemplos de empresas listadas na B3.

## Ativo

O ativo representa todos os bens e direitos de uma empresa, dividindo-se em:

- ✓ **Ativo Circulante:** Inclui contas já em dinheiro vivo, como caixa e bancos, e outras que se converterão em dinheiro a curto prazo, como contas a receber e estoques. É a parte mais líquida do ativo.
- ✓ **Ativo Não Circulante:** Compreende contas que se transformarão em dinheiro mais lentamente, além de ativos imobilizados, como prédios e máquinas, que são utilizados nas operações da empresa e não são destinados à venda.

A análise dessas contas é essencial para entender a liquidez e a estrutura patrimonial das empresas, permitindo avaliações comparativas entre empresas listadas na B3.

## Passivo

O passivo representa as obrigações da empresa, dividindo-se em:

- ✓ **Passivo Circulante:** Inclui contas a pagar no curto prazo, como salários,

impostos e dívidas com vencimento próximo.

- ✓ **Passivo Não Circulante:** Refere-se às obrigações de longo prazo, como financiamentos com vencimento superior a um ano.

### **Patrimônio Líquido (PL)**

O patrimônio líquido é composto pelo capital injetado pelos proprietários e pelo lucro reinvestido na empresa. É essencial que o balanço patrimonial seja equilibrado, com ativos de curto prazo financiados por passivos de curto prazo e ativos de longo prazo financiados por passivos de longo prazo e patrimônio líquido.

Entretanto, na prática, algumas empresas apresentam desequilíbrios, como endividamento de curto prazo superior ao valor em caixa e à geração de caixa esperada. Isso pode indicar risco de liquidez, ou seja, dificuldades para cumprir as obrigações de curto prazo. É fundamental que as empresas mantenham uma estrutura de capital alinhada com seus ativos e passivos para garantir a solvência e a estabilidade financeira.

#### **4.3.4 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)**

A DRE é uma demonstração financeira fundamental, apresentada ao final de cada período contábil (anual ou trimestral), que revela se a empresa teve lucro ou prejuízo. É importante considerar os impactos da variação cambial, especialmente em um cenário de volatilidade do dólar, que pode afetar significativamente os resultados financeiros de empresas expostas a operações internacionais.

Por exemplo, se o dólar sobe de R\$ 2 para R\$ 3 em um trimestre, uma empresa com dívida de US\$ 150 mil verá essa dívida aumentar de R\$ 300 mil para R\$ 450 mil em reais, enquanto as receitas de exportação aumentam conforme o câmbio médio do período. Esse cenário mostra como a variação cambial pode distorcer a análise dos resultados financeiros, influenciando tanto o balanço quanto a demonstração de resultados.

Para mitigar esses riscos, algumas empresas utilizam instrumentos de “hedge” para proteger suas operações contra a volatilidade cambial. É crucial que os analistas e investidores estejam atentos a essas proteções ao avaliar os resultados financeiros.

A fórmula básica da DRE é: Receita - Despesa = Resultado (Lucro ou Prejuízo). Essa

demonstração detalha todas as receitas e despesas da empresa, permitindo uma visão clara de sua lucratividade ao longo do período.

A DRE é um instrumento fundamental para entender a lucratividade e a saúde financeira de uma empresa. Abaixo, detalhamos as principais linhas dessa demonstração:

**Receita Bruta:** Representa o total das vendas ou serviços prestados. Embora não seja sempre divulgada, é crucial para analisar a carga de impostos e o nível de devoluções.

**(-) Deduções:** Incluem impostos sobre vendas, devoluções e descontos comerciais.

**(=) Receita Líquida:** Indicador inicial para avaliar o desempenho da empresa. A receita líquida dividida pelo total de ativos (giro do ativo) é um indicador importante da eficiência da gestão.

**(-) Custo das Vendas:** Custos diretamente relacionados à produção dos bens vendidos. Por exemplo, numa fábrica têxtil, incluem tecido, mão de obra e energia.

**(=) Lucro Bruto:** Diferença entre receita líquida e custo das vendas. Um lucro bruto saudável indica boa gestão dos custos de produção.

**(-) Despesas Operacionais:** Despesas necessárias para operar, mas não diretamente ligadas à produção, como frete, despesas gerais e administrativas.

**(=) Lucro Operacional:** Resultado da operação da empresa, antes de juros e impostos (EBIT). Também conhecido como EBITDA quando não se considera depreciação e amortização.

**(-) Provisão para o Imposto de Renda (IR):** Alíquotas padrão variam por setor, e é essencial verificar benefícios fiscais que podem afetar o valor devido.

**(=) Lucro Depois do Imposto de Renda:** Aproxima-se do lucro líquido final disponível para acionistas.

**(-) Participações Minoritárias:** Remuneração de minoritários em empresas controladas, mas não 100% possuídas pela empresa principal.

**(=) Lucro Líquido:** Indicador final que reflete o verdadeiro desempenho financeiro da empresa. Importante analisar sua qualidade e os elementos que o compõem.

## Importância da DRE na Análise Financeira

A DRE oferece uma visão detalhada do desempenho financeiro, ajudando a identificar áreas de eficiência e oportunidades de melhoria. Entender cada linha da DRE permite uma análise aprofundada da saúde financeira da empresa, essencial para investidores e gestores tomarem decisões informadas.

Em suma, a análise detalhada da DRE, considerando todos os fatores internos e externos, é vital para compreender o real desempenho financeiro e a sustentabilidade das operações da empresa.

### 4.3.5 Análise do Fluxo de Caixa

A análise do fluxo de caixa é essencial para avaliar a saúde financeira e a sustentabilidade de uma empresa. Esse demonstrativo permite entender se a empresa é uma geradora ou consumidora de caixa, impactando diretamente sua capacidade de investir, pagar dívidas e retornar valor aos acionistas.

O fluxo de caixa é dividido em três categorias principais:

- ✓ **Operacional:** Reflete o caixa gerado ou consumido pelas operações principais da empresa. É um indicador da capacidade da empresa de gerar receitas suficientes para cobrir suas despesas operacionais e investir em crescimento.
- ✓ **Investimento:** Inclui fluxos de caixa relacionados à compra e venda de ativos de longo prazo, como propriedades, plantas, equipamentos, ou investimentos financeiros. Este fluxo mostra como a empresa está investindo em sua infraestrutura e capacidade futura.
- ✓ **Financiamento:** Relaciona-se com transações que envolvem os proprietários da empresa e credores, incluindo emissão de ações, obtenção de empréstimos, pagamento de dividendos e amortização de dívidas.

## Importância da Geração de Caixa

Empresas que geram mais caixa do que consomem estão em uma posição mais forte para expandir, pagar dívidas e recompensar acionistas. Por outro lado, empresas que consomem mais caixa do que geram podem precisar se alavancar ou desinvestir, especialmente em situações adversas, como queda de preços de commodities ou desa-

celeração econômica global. Por exemplo, uma empresa que consome mais caixa do que gera, devido a altos custos de juros ou investimentos necessários, pode enfrentar dificuldades financeiras. Nesse caso, as opções incluem buscar novas fontes de financiamento ou reduzir despesas.

### Considerações Finais

A análise do fluxo de caixa, além de identificar a capacidade de geração de caixa da empresa, é crucial para prever seu potencial de crescimento e sustentabilidade a longo prazo. Ela fornece uma visão clara da real liquidez da empresa, fundamental para investidores e gestores na tomada de decisões estratégicas.

## 4.4 Metodologia de Avaliação de Empresas

---

### 4.4.1. Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

A metodologia de Fluxo de Caixa Descontado é uma técnica amplamente utilizada para avaliar empresas, baseada em três principais variáveis: fluxo de caixa, taxa de desconto e taxa de crescimento da empresa.

- ✓ **Fluxo de Caixa:** Refere-se aos fluxos de caixa futuros esperados que a empresa deverá gerar. Essa projeção é essencial para determinar o valor presente dos fluxos.
- ✓ **Taxa de Desconto:** É usada para trazer os fluxos de caixa futuros a valor presente, refletindo o risco associado ao investimento. A taxa de desconto pode variar conforme o perfil de risco do ativo, sendo frequentemente determinada pelo custo médio ponderado de capital (WACC) da empresa.
- ✓ **Taxa de Crescimento:** Estima o ritmo de crescimento dos fluxos de caixa da empresa ao longo do tempo. Essa taxa é crucial para projetar os fluxos futuros e pode ser influenciada por fatores como o desempenho histórico, perspectivas de mercado e estratégias de expansão da empresa.

### Considerações

Embora a metodologia do FCD seja uma ferramenta objetiva e amplamente aceita, ela não oferece garantias absolutas. Isso ocorre porque as projeções e os cálculos envolvidos dependem de estimativas e suposições, especialmente em relação ao risco (taxa de desconto) e ao crescimento futuro. A avaliação de empresas, portanto, contém elementos de incerteza e interpretação subjetiva. É crucial que as premissas utilizadas estejam bem fundamentadas e reflitam uma análise cuidadosa do contexto econômico e do setor da empresa avaliada.

A taxa de desconto é o custo de capital utilizado em uma análise de retorno, sendo que ela pode ser calculada de várias formas diferentes. Uma das formas mais conhecidas é o WACC do inglês Weighted Average Capital Cost (Custo Médio Ponderado do Capital). Essa taxa indica o nível de atratividade mínima do investimento, ou seja, ele é o retorno que você esperaria ter em outros investimentos comparativamente ao ativo-objeto de análise.

A fórmula do WACC segue abaixo:

$$WACC = Ke \times \left( \frac{E}{D+E} \right) + Kd \times \left( \frac{D}{D+E} \right)$$

Onde,

**WACC** = Weighted Average Cost of Capital

**Ke** = Custo de capital aos acionistas

**Kd** = Custo da dívida

**E** = Total de patrimônio líquido (equity)

**D** = Total de dívida (debt)

De uma forma simples, WACC é uma taxa média ponderada entre o custo da dívida de terceiros e o custo do capital próprio. Em companhias de capital aberto, o custo da dívida é apresentado em notas explicativas ou em demonstrações de resultados, ou seja, é algo objetivo. Lembrando do exemplo do impacto da taxa de juros nas perspectivas das empresas, se a empresa tem R\$ 100 milhões de dívida e gasta anualmente R\$ 10 milhões somente com juros ela tem custo de dívida de 10%. Metade do caminho da análise já foi percorrido. Já o custo do capital próprio é uma medida subjetiva. Trata-se do custo de oportunidade dos acionistas por estarem investindo na empresa em questão. Lembrando do exemplo anteriormente comentado, os acionistas vão exigir uma margem em relação ao seu custo de oportunidade, isto é, um prêmio adicional ou a parcela de risco estimada para a ação. Para explicar o comportamento do in-

vestidor, em artigos de SHARPE em 1964 e LINTNER em 1965 foram apresentados o modelo CAPM, que representa a relação entre o risco e o retorno exigido pelos investidores. A equação é demonstrada pela taxa livre de risco mais o prêmio de risco de mercado ponderado pelo beta dos retornos da ação. O beta indica a exposição da empresa ou ação ao risco sistemático, indicando se a ação irá reagir mais ou menos do que os movimentos do mercado.

Esta é a fórmula para calcular o custo de capital próprio:  $Ke = R_f + \text{Beta} * [E(R_m) - R_f]$ . Sendo  $R_f$  a taxa básica de juros. Se ela for de 10% e a expectativa de que o mercado acionário apresente taxa de retorno de 15% e que a ação analisada apresente um beta de 0,8 em relação ao índice, os investidores desta ação exigirão  $Ke$ , retorno mínimo, de 14%. Este é o custo de capital próprio para essa empresa exigido pelo acionista. O método de avaliação por fluxo de caixa descontado (discounted cash flow – DCF) considera o valor de um ativo como a soma de todos os fluxos de caixa futuros descontados a valor presente, por uma taxa de desconto dos fluxos. De um modo geral, o WACC, apresentada anteriormente, é a taxa mais usualmente aplicada como taxa de desconto.

Realizar a projeção dos fluxos de caixa de uma empresa é uma tarefa bastante complexa, por isso é importante o aprofundamento interdisciplinar e completo, tendo que passar por conceitos econômicos, contábeis, finanças e pelo difícil terreno dos valores intangíveis (porque uma empresa de ferro ligas cujo dono é uma fundação educacional torna a empresa mais conservadora em termos de endividamento). O grande desafio está na projeção dos fluxos de caixa a longo prazo e descontá-los a uma taxa que permite trazer essa projeção a valor presente.

$$\text{Valor} = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

t = periodicidade do fluxo de caixa de 1....n

FC<sub>t</sub> = fluxo de Caixa no período t

r = taxa de desconto anual estimada para o fluxo futuro

O método de DCF é a base para compreensão de outras metodologias de avaliação, como por exemplo, a avaliação por múltiplos. A fórmula pode ser apresentada de forma decomposta considerando o valor na perpetuidade. Dessa forma, o DCF pode

$$FCn(1+gp)$$

$$\text{Valor} = \sum_{t=1}^n \frac{FCt}{(1+r)^t} + \dots$$
$$((r-g)*((rp - gp) * (1 + r))^5$$

gp = taxa de crescimento na perpetuidade

rp = taxa de desconto na perpetuidade

g = taxa de crescimento anual estimada para o fluxo futuro

O cálculo do valor na perpetuidade é da maior importância. Ela depende da taxa de crescimento da empresa e da taxa de desconto no longo prazo. Todo cálculo no período seguinte ao horizonte previsível do fluxo de caixa é chamado de fluxo de caixa na perpetuidade e parte da última parcela do período projeto ajustado por um cálculo que leva em consideração a taxa de crescimento e da taxa de desconto projetada para este período, que devem ser diferentes, em função do estágio de maturação de empresa.

Em um período caracterizado por transformações profundas no longo prazo, compreender a empresa em sua fase de maturação e sua capacidade de adaptação evolutiva exige cálculos de crescimento e desconto bem fundamentados metodologicamente para evitar superestimação de preço, lembrando que o excesso de conservadorismo pode levar a estimativa à situação contrária. Como exemplo, nos últimos 8 anos da crise econômica global, desde 2008, o período seria mais propício a previsões mais conservadoras na parcela da perpetuidade. O inverso aconteceu nos primeiros 8 anos do século XXI, quando a conjuntura global era de crescimento. Entender a perpetuidade é compreender o longo prazo, compreender em que medida as companhias podem manter no longo prazo um padrão de desempenho econômico médio sem grandes volatilidades, na medida em que evoluam para o estágio da maturidade. Os modelos de Fluxo de Caixa podem ser calculados em estágios, dependendo desse

grau de maturação: • O Fluxo de Caixa em dois estágios é usado para empresas em fase crescimento normal e que ainda não atingiram ou tenham um horizonte previ-sível de atingir a maturidade e que já tem padrões de governança mais modernos im-plementados; • O Fluxo de Caixa em três estágios são apropriados para empresas de “pequeno e médio porte” que estão longe do seu ciclo de maturação. Estas empresas, a medida em que se desenvolvem, tendem a incorporar requisitos modernos de go-vernança e sustentabilidade, o que reforça o uso desse modelo de avaliação. Cálculos bem fundamentados permitem chegar a preços justos mais próximos do consenso dos analistas. É certo que o consenso pode errar, mas é difícil que esses erros se re-pitam com frequência. Se o preço justo é uma referência com grande probabilidade de acerto, é possível, lembrando Damodaran (1999), buscar empresas e/ou ativos que estejam subavaliados ou seja abaixo do seu preço justo ou potencial.

#### 4.4.2. Modelo de Gordon

O Modelo de Gordon ou Modelo de Crescimento de Gordon ou Método de Gordon e Shapiro é um modelo de atualização do preço de ações, elaborado em 1956, e tem o nome de seus autores, Myron J. Gordon e Eli Shapiro. O modelo, também chamado de “crescimento perpétuo”, não leva em conta os ganhos de capital. De fato, ele con-sidera que, uma vez que o fluxo de dividendos é perpétuo (isto é, tende ao infinito), o ganho de capital não incide sobre a avaliação da ação

Trata-se de uma variação do modelo de análise de fluxos de caixa descontados que pressupõe o crescimento de dividendos a uma taxa constante. Por isso é adequado so-mente para empresas com crescimento constante ao longo do tempo, isto é, empresas con sideradas maduras e cujos dividendos estejam crescendo a uma taxa  $g$  constante a longo prazo. O modelo pressupõe também que a taxa de retorno desejada permaneça constante, e que o custo do capital próprio, isto é, expectativa de retorno sobre o pa-trimônio líquido  $k$  seja tal que  $k > g$ . O modelo considera em sua formulação o soma-tório de infinitas séries cujo resultado é o preço corrente  $P_0$ . Sua principal vantagem é o fato de requerer a estimativa de apenas três variáveis: valor corrente dos dividendos do próximo ano ( $D_1$ ), o custo do capital próprio ( $k$ ) e a taxa de crescimento dos di-videndos ( $g$ ). A fórmula proposta por Gordon e Shapiro é

$$P_{justo} = D_1 / k_s - g$$

sendo: •  $P_{\{0\}}$  = valor teórico da ação •  $D_{\_1}$  = dividendo antecipado do primeiro período •  $k$  = Rentabilidade esperada pelo acionista •  $g$  = Taxa de crescimento do lucro bruto por ação

Existem algumas limitações no modelo de Gordon. Os dividendos não são certos e a exigência de rentabilidade dos acionistas varia ao longo do tempo não sendo igual para todos os acionistas. Finalmente, reforçando o que foi exposto anteriormente, o modelo só se aplica se o custo do capital próprio for superior à taxa de crescimento dos dividendos. O grande problema do modelo de Gordon é que, no longo prazo, uma empresa não poderá sustentar continuamente taxas de crescimento anual médias, sempre superiores ao custo de seu capital. Os modelos de avaliação por estágio de crescimento podem também ser aplicados para os modelos de dividendos descontados e permite avaliar empresas:

- sem crescimento, onde o valor do dividendo é constante, sendo um proxy da renda fixa;
- crescimento constante, que leva em consideração o lucro por ação e o payout/custo do capital próprio menos a taxa de crescimento “ $g$ ” dos dividendos.

- crescimento em dois ou três estágios, que segue os mesmos princípios usados para o modelo de fluxo de caixa descontado.

#### 4.4.3. Análise por múltiplos

De posse das informações dos demonstrativos financeiros, os analistas podem verificar a saúde financeira de uma empresa, por exemplo, comparando os demonstrativos de um ano para outro, para ver a evolução das contas, ou comparando demonstrativos de empresas diferentes de um mesmo setor, para verificar qual delas teve um melhor desempenho naquele exercício. Aliás, a análise sempre é mais confiável quando se considera também os concorrentes da empresa analisada e o seu desempenho ao longo dos anos. A partir dos dados dos balanços, é possível também calcular uma série de índices e múltiplos. Nenhum desses indicadores é suficiente para avaliar isoladamente a qualidade de um ativo para se investir ou não. É preciso, portanto, considerar o conjunto de dados para tentar traçar um cenário, comparar indicadores de diferentes empresas de um mesmo setor e a variação deles de um ano para outro. A análise por múltiplos pode ser realizada com os dados históricos ou podem ser trabalhados com as expectativas de resultados. Para quem faz análise de ações, é comum basear a análise de múltiplos nas projeções de resultados. Analisando os dois

principais múltiplos: o P/L e o EV/EBITDA. Ambos sinalizam uma taxa de retorno medida em tempo (geralmente em anos). O caso do P/L significa preço/lucro. O seu cálculo exige o valor de mercado da ação dividido pelo lucro esperado da empresa. Quanto menor o múltiplo, mais barata a empresa ou ação, ou seja, o retorno do investimento será mais rápido. É importante reiterar que a análise por múltiplos tem um componente superficial e deve ser acompanhada de outras análises mais detalhadas para se enriquecer a pesquisa.

O teor desses exemplos não representa qualquer tipo de recomendação e nem mesmo não chegamos a nenhuma conclusão de investimento. Apenas de forma didática e analisando as informações disponíveis, a empresa “D” seria a empresa que demonstra maior retorno do capital investido quando comparado ao preço. No caso do EV/EBITDA (“Enterprise Value” (Valor da firma) /EBITDA). Como o conceito de EBITDA já foi apresentado, é necessário explicar o EV. • EV é o valor de mercado de uma empresa representado pelo preço da ação multiplicado pela quantidade de ações somado ao endividamento líquido da mesma. Na avaliação do EV, faz-se a comparação deste valor com relação à geração operacional de caixa. Como no caso do P/L, quando mais baixo, melhor.

Por este aspecto, analisando as informações disponíveis pode-se inferir que a “B” é a empresa mais barata dentro desta amostra e utilizando este conceito. Dessa forma, fica comprovado que decidir por um investimento implica em analisar as empresas por vários ângulos, em especial, quando se trata de análise de múltiplos, para chegar a um preço justo. A Taxa de retorno (TR) é o inverso do P/L, indicando o quanto se obtém em um ano de retorno do capital investido.  $TR = (L/P) \times 100$  Ou seja, se o P/L de uma empresa é 4, significa que o investimento deverá ser recuperado em quatro anos e que, a partir daí, teoricamente, o acionista começa a lucrar. Essa mesma empresa terá uma TR de 25%, o que indica que, em um ano, o acionista recupera 25% de seu investimento

A avaliação por múltiplos pode ser considerada bastante eficiente pela facilidade em fazê-la e pela rápida compreensão. Considerando um exemplo teórico, supondo que as ações desta empresa são negociadas ao múltiplo histórico de 5X EV/EBITDA e tal companhia irá fazer R\$ 100 milhões de EBITDA no próximo exercício. Ou seja, o EV deverá ser de R\$ 500 milhões de acordo com a média histórica. Basta subtrairmos o endividamento líquido (já que o EV = valor de mercado + dívida líquida) para chegarmos ao que seria o valor de mercado considerado justo pela análise por múltiplos. Mesmo os teóricos mais rigorosos não dispensam a avaliação por múltiplos

como forma de avaliação de uma empresa. E isso ainda é mais comum quando as informações são pertinentes ao mercado como um todo. É comum comparar P/L a nível de país. Neste caso, é importante verificar o comportamento das taxas de juros dos países comparados e da taxa de câmbio de ambos os países, para um mesmo P/L os retornos reais podem ser diferentes. Outros múltiplos usados com frequências na interpretação do preço das empresas é o: P/VPA (preço / valor patrimonial da ação) representa qual preço investidor está disposto a pagar acima ou abaixo do valor patrimonial. Seu uso é muito comum, apesar de ter um problema em que o preço refletindo expectativas futuras é comparado a um valor patrimonial presente. Dessa forma, o ideal seria ajustar o valor patrimonial da ação pelas expectativas de lucros a serem incorporados ao valor patrimonial.

#### 4.4.4. Análise do Sistema DuPont

A análise Dupont se expressa pela decomposição dos indicadores de rentabilidade dos fatores que determinam a rentabilidade da empresa. O método Dupont expressada em sua fórmula original apresenta a “taxa de retorno sobre ativos (ROA) decomposta em função da margem líquida e do “giro do “ativo total”

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}} \times \frac{\text{Receita Líquida}}{\text{Ativo total}}$$

Dessa forma, é possível ter a leitura do lucro líquido do negócio, mas também da capacidade de giro do ativo da empresa no período analisado. O que Gitman (2001) chamou de fórmula Dupont modificada refere-se à “taxa de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)” decomposta em função ROA e do grau de alavancagem da empresa.

$$\text{ROE} = \text{ROA} \times \frac{\text{Ativo Total}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Através desse método de decomposição, é possível analisar o retorno sobre o patrimônio líquido avaliando a eficiência do ativo total em termos de capacidade de geração de receita e a importância dos recursos de terceiros na composição do retorno que vai condicionar as orientações futuras (guidance) das empresas com relação à política de investimentos, capacidade de pagamento e distribuição de dividendos.

#### 4.4.5. Análise de SWOT (em português FOFA)

É uma ferramenta de análise que permite compreender as empresas pelas suas Forças, Oportunidades, Fraquezas e Ameaças. É muito utilizada para avaliar como as estratégias deverão se desenhar seja em análise de investimentos, projetos de marketing enfim, para a grande maioria das iniciativas empresariais, a análise SWOT é muito útil. No caso da análise de empresas, ela vai fornecer um resumo da análise interna (forças e fraquezas – bottom up) e externa da companhia (oportunidades e ameaças – top down). A figura a seguir reflete a visão da empresa (ambiente interno) vis a vis a sua relação com a economia

Uma análise SWOT é uma ferramenta útil para avaliar as Forças, Fraquezas, Oportunidades e Ameaças de uma empresa ou projeto. Aqui está um modelo básico de tabela para uma análise SWOT:

Forças	Fraquezas
- Pontos fortes da empresa	- Áreas onde a empresa é fraca
- Competências-chave	- Deficiências internas
- Recursos e capacidades	- Limitações
- Vantagens competitivas	- Problemas internos

Oportunidades	Ameaças
- Tendências do mercado	- Desafios externos
- Novos nichos de mercado	- Concorrência
- Mudanças tecnológicas	- Mudanças econômicas e regulatórias
- Parcerias e colaborações	- Riscos financeiros

O ambiente de negócios atualmente é regido pela globalização e, portanto, a avaliação precisa com critério os indicadores quantitativos em que os demonstrativos contábeis têm papel fundamental. Mas a qualidade da empresa, o equilíbrio entre

o desempenho de curto prazo, suas perspectivas de longo prazo; sua capacidade de manter suas vantagens competitivas ou sua capacidade de reduzir suas desvantagens competitivas; sua capacidade de mitigar ou neutralizar os pontos fracos da empresa quando o mercado exigir; sua capacidade de aproveitar oportunidades; sua capacidade de adaptação às grandes mudanças; sua capacidade de sobreviver em tempos adversos de recessão econômica fazem da análise SWOT ou FOFA uma ferramenta poderosa. A análise SWOT combina muito bem das vertentes top down (ambiente externo) e bottom up (ambiente interno) permitindo que se avalie de imediato que uma empresa muito alavancada pode estar em posição de fraqueza perante uma elevação das taxas de juros (ameaça) ou que uma empresa com uma empresa agrícola com política de resíduos sólidos eficiente possa aproveitar para implementar políticas de cogeração de energia e reduzir custos de beneficiamento. É uma ferramenta poderosa para construção de uma visão de conjunto da empresa podendo ao mesmo tempo em que permite as visões top down e bottom up, é possível entender o que a análise técnica, fundamentalista e integração ASG e também de outras questões não abordadas neste Livro. O que está mudando na Análise de Investimentos Até agora a essência das abordagens foi essencialmente quantitativa. A Análise Técnica abordando sob a ótica das séries temporais as oscilações e tendências do mercado; a Contabilidade buscando a modernidade, mas fiel aos princípios de registros de fatos quantitativos; e a Análise Fundamentalista baseada nas influências macroeconômicas e nas demonstrações contábeis das empresas. Há, entretanto, uma tendência que vem se desenhando últimos trinta anos voltado para a influência de fatos e fatores nem sempre quantificáveis e que estão exigindo novas abordagens metodológicas. Trata-se da influência dos intangíveis na geração de valor das empresas e principalmente na análise, recomendação e decisão de investimentos por parte de analistas, gestores e investidores. Questões ambientais e sociais vem se tornando preocupações relevantes e estão sendo determinantes na avaliação dos riscos e oportunidades das empresas. No aspecto interno da empresa, a ética, reputação e governança corporativa entram na pauta nas discussões.

Tudo isso tem sido o objeto das recentes metodologias Triple Bottom Line, da instituição de Níveis de Governança nas Bolsas e em especial a instituição do Novo Mercado; da Análise ASG (questões ambientais, sociais e de governança); do Relato Integrado (pensamento empresarial integrando seis capitais que representam uma variante do conceito ASG, mas que definem de forma mais objetiva o papel da Governança Corporativa), do “Relate ou Explique”. etc. Tudo isso será tema do capítulo Integração ASG à Análise de Investimentos.

---

# 5 INTEGRAÇÃO ASG

## QUESTÕES AMBIENTAIS, SOCIAIS E DE GOVERNANÇA CORPORATIVA À ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DE INVESTIMENTOS

---

Maria Eugenia dos Santos Buosi

Economista e mestre em finanças

Haroldo Reginaldo Levy

Economista e diretor técnico  
da APIMEC Brasil (CBPS)

Roberto Gonzalez

Administrador, membro associado da  
APIMEC Brasil e membro do CBPS (CBPS)

## 5.1. Introdução

---

Poucos temas no mercado financeiro e de investimentos tiveram uma (r)evolução tão grande nos últimos dez anos como as questões ASG, da sigla Ambiental, Social e de Governança Corporativa. A agenda, antes vista como um debate institucional ou relacionado à marca e reputação das empresas, hoje tem assento cativo nos modelos de gestão de risco, valoração de ativos e mandatos de gestores das mais variadas classes de ativos. Não obstante, ganha as agendas dos reguladores e supervisores dos mercados financeiro e de capitais.

Embora o debate sobre as questões ASG tenha ganhado maiores proporções nos últimos anos, o tema já tem algumas décadas de discussão, mesmo no mercado financeiro. O primeiro fundo de investimentos responsáveis do Brasil, o Fundo Ethical, foi lançado pelo ABN AMRO Asset Management em 2001, mais de vinte anos atrás. O ISE, Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3, completa 20 anos de existência em 2025; e se inspira no primeiro índice de sustentabilidade, criado em 1999, o Dow Jones Sustainability Index. Voltando às origens, foi em 1987 que relatório do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (PNUMA ou UNEP – do inglês *united nations environmental Programme*) definiu o desenvolvimento sustentável como “a habilidade garantir o atendimento das necessidades das gerações presentes, sem comprometer a habilidade das gerações futuras de atender às suas necessidades” (UNITED NATIONS, 1987, p. 15).

O conceito, embora simples, tem implicações significativas sobre o nosso modelo de produção e de negócios. Os potenciais limites à atividade econômica e ao crescimento surgem na contramão dos modelos econômicos tradicionais, que consideram questões socioambientais como variáveis externas aos seus parâmetros e sistemas. Empiricamente, no entanto, o que se observa é que os impactos econômicos da não observação destas questões podem ser significativos para o meio ambiente, a sociedade e, por consequência, para a produção de bens e serviços. As questões socioambientais passam a se relacionar com um conceito bastante compreendido por tomadores de decisão financeira: a perenidade do negócio.

Os impactos potenciais das questões ASG no despenho financeiro das empresas e, portanto, na valorização dos ativos, ainda é debate constante do mundo acadêmico e corporativo. A questão que prevalece: considerar as questões ambientais, sociais e de governança corporativa no processo de decisão estratégica pode gerar valor a uma empresa, seus acionistas e *stakeholders*?

O suposto dilema da geração de valor para o acionista *versus* a geração de valor para os *stakeholders* de uma empresa é debatido com frequência pelos principais autores da valoração de ativos, que baseiam a análise fundamentalista. Copeland (2000), por exemplo, argumenta que a decisão financeira deve ser tomada com o objetivo de maximização de valor para o acionista. Esta visão, predominante no mercado norte-americano, contrasta com a visão de outros mercados, como o europeu e o japonês, que além do acionista privilegia outros públicos como o colaborador e a sociedade na distribuição de valor.

Mas este dilema é válido? A geração de valor para o *stakeholder* implica necessariamente em destruição de valor para o acionista? A rede de relações de uma empresa, seu contexto de negócios, é inegavelmente importante para suas operações e especialmente para o seu desempenho financeiro. Públicos como clientes, fornecedores, colaboradores, o governo e a sociedade impactam e são impactados pelas atividades da empresa. Recursos naturais como água, energia e matéria prima são imprescindíveis para que uma organização possa oferecer ao mercado produtos e serviços. Neste ponto, podemos concluir, como o próprio Copeland, que a maximização de valor para o acionista não surge, e nem deve surgir, à custa de outros *stakeholders*.

A definição das questões ASG pode divergir para alguns atores da academia e do mundo corporativo, mas a pauta, em essência, está ligada à forma como as organizações lidam com o seu contexto de negócios. Para os profissionais de finanças que integram os aspectos ASG no processo de tomada de decisão financeira, o tema é uma *proxy* da qualidade de gestão nas organizações, considerando que:

- ✓ Aspectos **ambientais** dizem respeito à **gestão de recursos**: de um lado, o uso eficiente de água, energia e insumos, os *inputs* do processo produtivo, relacionam-se diretamente à eficiência e ao custo operacional, ao fazer mais com menos. De outro, a redução das emissões e resíduos, externalidades da produção, reduz o risco de passivos e conflitos junto a clientes, comunidades e reguladores  
**Exemplos de questões ambientais:** uso de energias renováveis, otimização no uso de água e energia no processo produtivo, gestão de resíduos, economia circular, impactos sobre a biodiversidade, mitigação e adaptação das mudanças climáticas, *compliance* ambiental
- ✓ Aspectos **sociais**, apesar de serem naturalmente ligados a ações de filantropia das empresas, na verdade abrangem um leque maior de práticas de **gestão de stakeholders**. O relacionamento com colaboradores gera impactos sobre a produtividade e atratividade de marca empregadora, a gestão de fornecedores pode

mitigar importantes riscos e passivos operacionais e reputacionais, o engajamento de comunidades pode ser fundamental para a licença de operar das empresas, bem como o relacionamento com os clientes é condição para o crescimento e geração de receita. O mapeamento e engajamento de *stakeholders* é, mais vezes que não, determinante para a geração de resultados de curto, médio e longo prazos

**Exemplos de questões sociais:** satisfação dos colaboradores e rotatividade, práticas de diversidade e inclusão, remuneração justa, critérios de seleção e monitoramento de fornecedores, mapeamento e engajamento de comunidades do entorno, relacionamento com povos originários, satisfação de clientes, proteção de dados

✓ O modelo de **governança corporativa**, por sua vez, orienta e determina como é feita a **gestão do negócio**. Na própria definição do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, “é um sistema formado por princípios, regras, estruturas e processos pelo qual as organizações são dirigidas e monitoradas, com vistas à geração de valor sustentável para a organização, para seus sócios e para a sociedade em geral” (IBGC, 2024). A forma como a governança integra os aspectos socioambientais será cada vez mais relevantes para a adequada gestão de riscos, identificação de oportunidades de negócio e *compliance* com a regulação vigente e vindoura. **Exemplos de questões de governança corporativa:** independência do Conselho de Administração, estrutura de comitês do Conselho, práticas de remuneração dos agentes da governança (diretoria executiva e Conselho), diversidade nos órgãos de governança, transparência e tempestividade na divulgação de informações a mercado, engajamento político, integridade, integração ESG à estratégia e gestão.

O tema evoluiu significativamente nas últimas décadas, do primeiro modelo de gestão de sustentabilidade corporativa, conhecido como Triple Bottom Line (ELKINGTON, 1998), ao entendimento atual das relações entre as dimensões ambiental, social e econômica. No modelo apresentado pela Universidade de Cambridge, na Figura 1, uma reflexão importante deriva das relações entre meio ambiente, sociedade e economia. Em primeiro lugar, como sistema econômico, somos dependentes dos recursos ambientais e sociais para a continuidade de funcionamento das relações entre empresas, governo e setor financeiro. Esse, por si só, deveria ser motivo suficiente para que não se negligenciem as questões socioambientais no processo de decisão financeira. Não obstante, a externalidade do processo produtivo, os resíduos e emissões, guardam relação direta com a disponibilidade de recursos naturais. A degradação ambiental, nesse sentido, pode limitar o próprio crescimento da economia, além dos

impactos negativos para a sociedade.

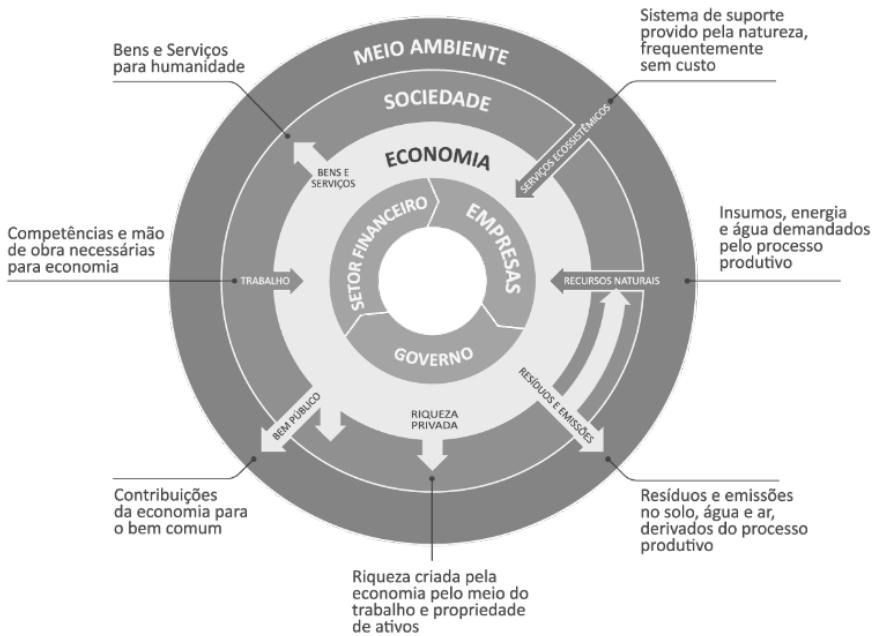


Figura 1 - Relação entre as Dimensões Ambiental, Social e Econômica  
CISL, 2015 (tradução livre)

No mercado de investimentos, o PRI, Princípios para o Investimento Responsável das Nações Unidas, surgiu em 2006 como o principal compromisso de investidores institucionais com a integração ASG no seu processo de análise e gestão de ativos. Atualmente, o acordo conta com mais de 5mil signatários, sendo mais de 4mil gestores de recursos e 700 fundos de pensão, além de cerca de 500 provedores de serviços. Os signatários se comprometem com seis princípios voluntários (UNPRI, 2024, tradução livre):

- ✓ Incoporar as questões ASG às análises de investimento e processo de tomada de decisão
- ✓ Atuar como investidores participativos e incorporar as questões ASG às políticas e práticas de propriedades de ativos

- ✓ Buscar práticas de *disclosure* ASG adequado pelas entidades investidas
- ✓ Promover a aceitação e implantação dos Princípios na indústria de investimentos
- ✓ Trabalhar em conjunto para aumentar a efetividade na implantação dos Princípios
- ✓ Reportar sobre as atividades e progresso na implantação dos Princípios Outros acordos importantes também envolvem a participação de investidores, especialmente na agenda de mudanças climáticas. É o caso do CDP, antigo Carbon Disclosure Project, que consolida dados ambientais de empresas, cadeias produtivas e cidades; ou a Net Zero Asset Alliance, que reúne gestores comprometidos com a descarbonização de seus portfólios de investimento.

A consideração dos aspectos ASG pelos investidores deriva da sua importância para a gestão de riscos, perspectivas de crescimento e longevidade dos negócios. Nas próximas seções deste capítulo, vamos explorar os *drivers* de integração das questões ASG aos modelos de análise e gestão de ativos, as ferramentas de integração de riscos climáticos à decisão de investimentos, referências para os investimentos responsáveis como *ratings* e índices de sustentabilidade e, finalmente, os processos de integração ASG nos ativos de crédito, ações e ilíquidos.

## 5.2. Os motivadores do debate ASG na agenda corporativa e financeira

---

A integração ASG ao processo de investimentos se intensifica à medida que se identifica a relação dessas questões à performance operacional e financeira dos ativos. O tema, que inicialmente foi visto como um fator de risco, já abrange os conceitos de competitividade, crescimento e até mesmo de *compliance*.

Para que conexão da agenda ASG à análise e gestão de ativos seja efetiva, é importante que ela esteja aliada a uma perspectiva de **valor**. De um lado, como **preservação de valor**, à medida que a gestão da sustentabilidade tem o potencial de mitigar riscos, reduzir conflitos com *stakeholders* e promover maior aderência às leis e normas internacionais. De outro, como **geração de valor**, uma empresa atenta às questões ASG e, portanto, ao seu contexto mais amplo de negócio, tende a ser mais competitiva,

inovadora e mais rentável.

### a) Gestão de Riscos

A materialização de riscos socioambientais e climáticos, e suas consequentes perdas para as empresas e para o sistema financeiro, foram tradicionalmente as portas de entrada da agenda ASG no debate das organizações. A própria criação da GRI, Global Reporting Initiative, principal arcabouço internacional voluntário para elaboração de relatórios de sustentabilidade, foi criada por um grupo de investidores que, após o acidente com um navio petroleiro no final dos anos 80, entendeu que seria necessários mais do que indicadores financeiros para analisar as perspectivas de risco e retorno de seus portfólios de investimentos.

O Banco Central do Brasil define, na Resolução 4.943/2021 do Conselho Monetário Nacional, define estes riscos como a possibilidade de ocorrência de perdas ocasionada por eventos associados a (CMN, 2021a):

- ✓ violação de direitos e garantias fundamentais ou atos lesivos ao interesse comum; na definição de **riscos sociais**
- ✓ degradação do meio ambiente, incluindo o uso excessivo de recursos naturais; na definição de **riscos ambientais**
- ✓ o processo de transição para uma economia de baixo carbono, em que a emissão de gases de efeito estufa é reduzida ou compensada e os mecanismos naturais de captura desses gases são preservados; na definição de **riscos climáticos de transição**
- ✓ eventos associados a intempéries frequentes e severas ou a alterações ambientais de longo prazo, que possam ser relacionadas a mudanças em padrões climáticos; na definição de **riscos climáticos físicos**

A supervisão dos riscos pelos reguladores do sistema financeiro, que será melhor detalhada em uma seção posterior desse capítulo, deriva da percepção dos reguladores sobre os potenciais impactos dos riscos socioambientais e climáticos sobre a resiliência do Sistema Financeiro Internacional. O World Economic Forum, no relatório anual Global Risk Reports, sinaliza a importância de incorporar a agenda à pauta de riscos, considerando que cinco dos dez maiores riscos de curto prazo e sete entre os dez maiores riscos de longo prazo, ambos categorizados por nível de severidade,

estão relacionados a temas socioambientais, como mostra a Figura 2.

Figura 2 - Riscos Globais ranqueados por severidade no curto e longo prazos

Categorias de Risco	2 anos	10 anos
Econômico	1º Desinformação	1º Eventos climáticos extremos
Ambiental	2º Eventos climáticos extremos	2º Mudanças críticas nos sistemas da Terra
Geopolítico	3º Polarização social	3º Perda de biodiversidade e colapso dos ecossistemas
Social	4º Insegurança cibernética	4º Escassez de recursos naturais
Tecnológico	5º Conflitos armados	5º Desinformação
	6º Falta de oportunidade econômica	6º Resultados adversos das tecnologias de IA
	7º Inflação	7º Migração involuntária
	8º Migração involuntária	8º Insegurança cibernética
	9º Desaceleração econômica	9º Polarização social
	10º Poluição	10º Poluição

Fonte: World Economic Forum, 2024

Os riscos, apesar de categorizados como sociais, ambientais e climáticos, na verdade não se configuram numa categoria nova ou apartada de riscos. São **fatores sociais, ambientais e climáticos** que influenciam as demais modalidades de riscos, já analisadas no processo de decisão financeira, como:

- ✓ **Risco Legal:** possibilidade de geração de passivos derivados de questões socioambientais, nas suas operações ou junto à sua cadeia produtiva. Para o mercado financeiro e de capitais, pode ainda ocorrer pela corresponsabilização dos acionistas ou credores por danos socioambientais das empresas investidas. Na legislação brasileira, por exemplo, o conceito de **poluidor indireto** admite a atribuição de responsabilidade também àquele que viabiliza economicamente para que o dano ocorra, o que coloca os financiadores como potenciais pagadores pelos danos de empresas em seus portfólios de crédito e investimentos
- ✓ **Risco Operacional:** possíveis paralizações ou restrições à operação em função, por exemplo, de escassez de insumos ou danos à infraestrutura por um incidente ou evento climático extremo. Em eventos mais severos, pode inclusive impactar a continuidade dos negócios.
- ✓ **Risco de Crédito:** potencial redução da capacidade de repagamento de dívidas derivados de temas socioambientais, como desastres naturais ou o pagamento de multas e sanções por violações de direitos humanos, entre outros temas
- ✓ **Risco de Mercado:** impacto adverso de questões socioambientais, como uma redução de produtividade no agronegócio ou uma mudança no padrão de

mográfico de uma população, sobre variáveis como o PIB, inflação, balança comercial, etc.

- ✓ **Risco Reputacional:** efeitos negativos sobre a reputação em função de controvérsias sobre o modelo de negócio da organização e/ou a ocorrência de um incidente relacionado a questões ASG

A integração de aspectos ASG à análise de riscos de ativos e portfolios de investimento não visa necessariamente à exclusão ou restrição aos investimentos, mas sim à devida diligência dos analistas a fatores que podem ser relevantes na valoração e modelagem dos riscos em quaisquer classes de ativos.

#### b) Demanda e Geração de Receita

À medida que o conhecimento sobre as questões ASG e seus impactos sobre a sociedade aumenta, o tema passa também a orientar as decisões de compra de pessoas físicas e empresas. A necessidade de reduzir a pegada socioambiental também tem levado empresas a pressionar seus fornecedores por melhores práticas de sustentabilidade, o que tende a ser um movimento crescente nas cadeias de suprimentos de grandes empresas, especialmente em mercados desenvolvidos.

Para empresas exportadoras, o avanço da legislação sobre as cadeias de suprimentos é um ponto de atenção. A exigência de certificações e diligências cresce em mercados como Europa, Canadá e Estados Unidos, mudando as regras de competitividade dos mercados internacionais. Alguns exemplos dessas exigências envolvem:

- ✓ Diligências ambientais e de direitos humanos: regulações como a CSDDD, Corporate Sustainability Due Diligence Directive, da União Europeia, prevêm a necessidade de realização de diligências na cadeia de suprimentos das empresas que negociam com todos os países do bloco de comércio. Outras regiões como o Reino Unido e Canadá também trazem regulações sobre a necessidade de diligência, orientadas a práticas de trabalho análogo ao escravo e preservação de direitos humanos
- ✓ Combate ao desmatamento: a EUDR, European Union Deforestation Regulation, está prevista para entrar em vigor em dezembro de 2024 e abrange o plantio e exportações de *commodities* como óleo de palma, gado, soja, café, cacau, madeira e borracha, bem como seus derivados.

O tema chave é a **rastreabilidade** de insumos no processo produtivo. O aumento da demanda por informações ASG nas cadeias produtivas faz com que empresas, independente do setor de atuação, região ou porte de sua estrutura, precise se preparar para responder a demandas cada vez mais estruturadas e complexas sobre o seu processo produtivo e modelo de gestão. O tema pode ser decisivo para a geração de receita, competitividade e crescimento no médio e longo prazo.

### c) Acesso e Custo de Capital

Com a percepção de impacto crescente das questões ASG sobre os custos, passivo, receita e crescimento das empresas, é natural que os tomadores de decisão financeira passem a considerar o tema nas premissas de seus modelos de risco e valoração, o que pode impactar o acesso e custo de capital de empresas e, portanto, a sua rentabilidade para os investidores.

Adicionalmente, as instituições financeiras têm estabelecido compromissos ambiciosos de descarbonização dos seus portfólios, o que significa uma maior alocação de recursos em projetos, setores e empresas que possuam **adicionalidades positivas** sobre as questões ASG. Um exemplo são os DFIs, do inglês Development Finance Institutions, que têm alinhado os requisitos da sua concessão de crédito – que tradicionalmente têm condições mais atrativas que algumas linhas comerciais – ao cumprimento das metas do acordo de Paris e/ou a impactos positivos sobre as agendas de diversidade e inclusão.

A integração de fatores ASG nas premissas de risco e na identificação de oportunidades de investimento faz com que, em alguns estudos acadêmicos, já se identifique uma relação negativa entre o desempenho ASG e o custo de capital das empresas. Embora sejam necessários estudos mais aprofundados e aplicados ao mercado brasileiro, é uma tendência que as empresas accessem bolsos mais pacientes e melhores condições de financiamento das suas operações a partir de uma melhor gestão de seus riscos e oportunidades ASG.

### d) Regulação sobre o Sistema Financeiro Internacional

O avanço da regulação ASG parte muitas vezes dos supervisores do mercado financeiro e de capitais, tanto na regulação prudencial como de conduta das instituições financeiras e investidores institucionais. O tema tem sido debatido à luz da resiliência e solvência dos mercados financeiros globais, por seu impacto potencial sobre os portfólios de crédito e investimentos. Em 2017, foi criada uma rede de bancos centrais

e supervisores para discutir a integração ASG à regulação do mercado. A NGFS, Network for Greening the Financial System, conta com 134 membros e 21 observadores na elaboração de recomendações para supervisão, cenários e análises, instrumentos de política monetária e descarbonização. O grupo conta com a participação do Banco Central do Brasil.

No mercado brasileiro, a regulação das questões ASG abrange o mercado bancário, de seguros e de capitais. Atualmente, todos os supervisores contam com alguma deliberação sobre o tema, que envolve a integração de fatores ASG à gestão de riscos e requisitos de reporte a mercado.

- ✓ Banco Central do Brasil: por meio do programa BC #Sustentabilidade, o regulador lançou um conjunto de normativos de risco socioambiental e climático (Res. CMN 4.943/2021), responsabilidade socioambiental e climática (Res. CMN 4.945/2021), requisitos de reporte socioambiental (BCB 139, 151 e 153) e de concessão de crédito rural (BCB 140). Entre os destaques dos normativos estão as exigências para que os bancos incluam os riscos ASG nos modelos de risco de crédito e realizem testes de estresse climático nos portfólios, além da necessidade de reporte anual ao Banco Central da exposição das carteiras a esta modalidade de riscos.
- ✓ Susep: A Resolução 666/2022 trouxe ao mercado segurador e de previdência complementar aberta o requisito de integração de riscos de sustentabilidade à subscrição de riscos, precificação de produtos e reporte a mercado. O tema é considerado tanto para o investimento de reservas técnicas das seguradoras como para a alocação de recursos em produtos de previdência complementar.
- ✓ Previc: para as EFPCs, Entidades Fechadas de Previdência Complementar, a Resolução 4.661/2018 traz o requisito de considerar, sempre que possível, as questões ASG às políticas de investimento das Fundações. A autarquia elaborou ainda um guia de integração ASG às atividades de investimento, em que orienta para a adoção de uma análise dos ativos sob uma perspectiva setorial.
- ✓ CVM: no mercado de capitais, as instruções abrangem tanto os gestores de fundos como as empresas.
  - Resolução 175/2022: para os gestores que possuem fundos de investimentos classificados como ASG, ESG ou sustentáveis, a Circular dispõe sobre a necessidade de divulgação dos benefícios esperados, metodologias e instrumentos de

reporte para divulgação do progresso no atingimento dos objetivos do fundo

- Resolução 59/2021: para as empresas listadas, a CVM passa a exigir que, no Formulário de Referência, principal instrumento de reporte ao regulador, sejam incluídos dispositivos sobre a diversidade na composição do Conselho de Administração, exposição a riscos socioambientais e climáticos e práticas de reporte ASG das companhias, num modelo Reporte ou Explique
- Resolução 193/2023: exige que, a partir de 2024 em caráter voluntário e 2026 em caráter obrigatório, as empresas listadas publiquem suas informações ASG por meio dos padrões internacionais do ISSB, International Sustainability Standards Board, do IFRS.

Além da regulação, instrumentos de autorregulação também estão presentes nos mercados bancário e de investimento. Desde 2014, a FEBRABAN, por meio do SARb, Sistema de Autorregulação Bancária, dispõe de alguns requisitos para que os bancos integrem as questões ASG em políticas corporativas, sistemas de gestão de riscos, desenvolvimento de produtos e relacionamento com *stakeholders*. No mercado de investimentos, a ANBIMA, nos seus instrumentos de autorregulação, também traz a possibilidade de classificação dos fundos de investimento como de Investimento Sustentável, IS, explicitando se o fundo tem um objetivo de integração ASG em seu processo de investimentos.

As exigências dos supervisores do setor financeiro tratam as questões ASG a partir da Gestão Integrada de Riscos e da transparência na divulgação de informações a mercado, podendo mexer os ponteiros do acesso e custo de capital das empresas. Entre os principais destaques, o avanço da regulação das questões climáticas vai exigir que as instituições capturem dados das empresas em seus portfólios para atender aos requisitos de gestão qualitativa e quantitativa de riscos.

### **5.3. Referências e Ferramentas de Análise ASG**

---

Para a integração de questões ASG à análise e gestão de ativos, é primordial que haja, por parte das organizações a serem analisadas, informações claras, confiáveis e tempestivas. A qualidade das informações ASG é um tema crítico, pela sua pouca comparabilidade e padronização. A regulação vem avançando nesse sentido, com o

lançamento de padrões internacionais como o ISSB ou, na União Europeia, o CSRD, Corporate Sustainability Reporting Directive.

Outro desafio importante é a qualificação do desempenho ASG das organizações. A multidisciplinariedade do tema, que envolve conhecimentos de biologia, meteorologia, engenharia, ciências sociais, entre outros, não tem base na educação tradicional nos profissionais de finanças. Nesse sentido, as referências internacionais como taxonomias, índices, índices ASG e ferramentas de *score* ou *rating* podem apoiar o processo de decisão de gestores de investimentos.

## 5.4. Disclosure de Informações ASG

---

O reporte de informações ASG, especialmente por grandes companhias e empresas listadas, aumentou significativamente nos últimos anos. A pesquisa da KPMG mostra que até 2022, entre as 250 maiores empresas globais, 96% publicam relatórios de sustentabilidade. A emissão de relatórios voluntários é considerada uma boa prática de mercado, mas não suficiente para a integração do tema ao processo de decisão de investimentos, motivo que levou ao avanço da regulação sobre o *disclosure* ASG.

Um aspecto importante da divulgação de informações de sustentabilidade é o estudo de **materialidade**. Para a contabilidade, considera-se material a informação que caso não seja reportada, incorre em uma alteração da decisão financeira. O mesmo conceito se aplica às questões ASG. Nos últimos anos, o conceito de materialidade ASG foi contextualizado na **dupla materialidade**, que consiste em analisar o tema a partir de dois pontos de vista:

- ✓ **Materialidade de impacto:** aspectos ASG que são impactados pelas operações e contexto de negócios das empresas, como a geração de resíduos, emissões de gases de efeito estufa, remuneração de colaboradores, impactos socioambientais da cadeia de suprimentos, etc. A criticidade dos impactos gerados determina a materialidade dos temas para a organização.
- ✓ **Materialidade financeira:** riscos e oportunidades derivados das questões ASG, não necessariamente sob o controle da empresa, mas que têm o potencial de impactar significativamente o seu modelo de negócio e resultados. Questões como o impacto dos riscos climáticos ou riscos de biodiversidade sobre as opera-

ções, mudanças no padrão demográfico, entre outros temas, são analisados à luz do seu impacto potencial sobre o custo operacional, geração de receita, *impairment*, provisões e outras variáveis das demonstrações financeiras.

Nesse contexto, os temas materiais para a empresa serão aqueles mais críticos do ponto de vista de impacto e/ou financeiro; que devem ser integrados não somente às práticas de reporte, mas também à gestão de riscos e ao planejamento estratégico das organizações. O estudo de dupla materialidade deve se tornar uma importante ferramenta de gestão para executivos e tomadores de decisão financeira.

A partir dos temas materiais, as organizações devem mapear indicadores de desempenho para o reporte das informações ESG. Entre os padrões voluntários de reporte, três se estabeleceram como as principais referências para as empresas:

✓ **GRI:** Internacionalmente, o padrão mais conhecido para elaboração dos relatórios de sustentabilidade ainda é o Global Reporting Initiative, GRI. Com um conjunto de indicadores econômicos, ambientais, sociais e de governança corporativa, as normas GRI são utilizadas por muitas empresas no mercado brasileiro, especialmente empresas listadas de grande porte. As normas se apresentam em três categorias

- **Normas Universais:** detalhamento sobre as práticas da companhia, modelo de governança, impactos do negócio e abordagem de materialidade
- **Normas Setoriais:** informações sobre os prováveis temas materiais, para suporte à definição de materialidade e indicadores a serem reportados
- **Normas Temáticas:** organização de informações a serem reportadas em temas específicos nas pautas ambiental – uso de materiais, energia, água, clima, biodiversidade, etc.; social – emprego, saúde e segurança de colaboradores e clientes, privacidade de dados, comunidades, etc.; e governança – combate à corrupção, práticas concorrentiais e tributárias, etc.
- **SASB:** o material da Sustainable Accounting Standards Board visa ao desenvolvimento de padrões contábeis para as questões ASG. A abordagem da SASB tem um viés setorial, com padrões e indicadores estabelecidos para mais de 70 indústrias específicas nos setores de bens de consumo, processamento extrativo e de mineração, setor financeiro, alimentos & bebidas, saúde, infraestrutura, energias renováveis & alternativas, indústria de transformação, serviços, tecnologia

& telecomunicações e transportes.

- **Relato Integrado:** apesar de não se tratar de um arcabouço de indicadores ASG, o modelo considerava uma estrutura de seis capitais – ambiental, social, intelectual, humano, financeiro e manufatureiro – para o reporte das informações de sustentabilidade de forma integrada à estratégia e modelo de negócios.

Todas as iniciativas voluntárias de *disclosure* ASG fazem parte dos grupos internacionais que visam ao estabelecimento de padrões regulatórios de reporte das questões de sustentabilidade. Estão em discussão, até o momento, três iniciativas no mercado norte-americano, europeu e internacional, com diferentes abordagens e escopos de reporte, conforme

Tabela 1 - Iniciativas internacionais de regulação do disclosure ESG

Foco	SEC (EUA) Investidores	ISSB (Internacional) Investidores	CSRD (UE)
Escopo	Clima	S1 - Aspectos gerais de sustentabilidade S2 - Clima	Padrões de divulgação por tema: água, energia, fornecedores, mudanças climáticas, gestão de resíduos, governança ASG, compliance, diversidade, direitos humanos e saúde & segurança
Materialidade	Financeira	Financeira	Dupla Materialidade

Fonte: Elaboração própria

No Brasil, a CVM adotou o padrão ISSB como padrão de reporte ASG entre as empresas listadas no mercado doméstico. Alguns destaques do processo de implantação da norma envolvem:

- ✓ Adoção voluntária a partir de 2024, com reporte em 2025; e obrigatória a partir de 2026, com reporte em 2027
- ✓ Obrigatoriedade de publicação das informações ASG em conjunto com as informações financeiras
- ✓ Asseguração razoável como requisito da publicação de informações de sustentabilidade
- ✓ Responsabilidade do CFO sobre as informações relatório ASG

Os requisitos de elaboração e publicação das informações envolvem mais do que

a consolidação de indicadores já existentes. A preparação do *disclosure* no modelo do ISSB, especialmente com a necessidade de asseguração razoável, vai exigir uma melhor estruturação dos processos de identificação, captura e consolidação de indicadores ASG, bem como a relação desses indicadores com as demonstrações financeiras. Estruturas mais robustas de controles internos, estudo das dependências sobre a cadeia de valor, cálculos de provisão e *impairment* para riscos materiais são alguns dos desafios que ainda devem surgir no processo de adoção das normas pelas empresas brasileiras e internacionais.

## 5.5. Taxonomias

---

A classificação dos aspectos ASG tem grande importância para o mercado de investimentos. Qualificar o que pode ser chamado de sustentável permite definir critérios e mandatos de investimento alinhados às melhores práticas de mercado e referências internacionais. Nos últimos anos, muitos países se organizaram para estabelecer taxonomias de sustentabilidade, para fins de gestão e, especialmente, para facilitar o financiamento de projetos, empresas e setores que contribuam positivamente para o avanço da agenda ASG.

O Brasil está, por meio do Ministério da Fazenda, estruturando a sua taxonomia de sustentabilidade. O LAB de Inovação Financeira, organização multidisciplinar liderada pela CVM, ABDE, BID e GIZ, publicou em 2024 um estudo tratando dos principais desafios para a elaboração de uma taxonomia brasileira, em que destaca a necessidade de maior transparência nas informações ASG como um desafio ao desenvolvimento da iniciativa no país, mas destaca a oportunidade em utilizar a taxonomia para atrair capital para uma economia mais sustentável e de baixo carbono.

Países como China e Colômbia já possuem suas taxonomias e, internacionalmente, destaca-se como principal referência do mercado internacional a taxonomia de finanças verdes da União Europeia. O documento tem como objetivo orientar o capital para seis objetivos:

- ✓ Mitigação das mudanças climáticas
- ✓ Adaptação às mudanças climáticas

- ✓ Uso sustentável de recursos hídricos e marinhos
- ✓ Transição para uma economia circular
- ✓ Prevenção e controle de poluição
- ✓ Proteção e restauração da biodiversidade e dos ecossistemas

Além dos objetivos, a taxonomia da União Europeia possui uma estrutura de princípios, em que as atividades podem ser classificadas a partir de suas **Salvaguardas Mínimas**, em que são analisadas as práticas de *compliance* e aderência a acordos internacionais; a **Não Geração de Danos Significativos** sobre os seis princípios da taxonomia; e as **Contribuições Positivas** geradas pelos projetos, empresas e/ou setores sobre as questões ambientais.

Além da taxonomia ambiental, a União Europeia está elaborando uma taxonomia social, que segue a mesma estrutura de princípios. A região se coloca como uma grande referência para o mercado internacional, que ao estabelecer suas respectivas taxonomias deve se atentar para, ao mesmo tempo, considerar suas especificidades regionais e garantir a comparabilidade entre os critérios internacionais de análise de sustentabilidade.

## 5.6. Índices de sustentabilidade

---

Os índices de sustentabilidade devem ser destacados por sua importância para o mercado de capitais, atuando como referências para os investidores na integração das questões ASG ao processo de decisão de investimentos. Desde a determinação do universo de investimento à tomada de ações de engajamento, a influência destes índices sai da esfera do mercado de capitais para ser visto, em muitos casos, como ferramenta de gestão pelas próprias empresas integrantes destas carteiras. É o caso de índices como o DJSI, Dow Jones Sustainability Index, ou do ISE, Índice de Sustentabilidade Empresarial.

Cada vez em maior número, os índices de sustentabilidade possuem metodologias e objetivos distintos, com escopos mais amplos, como o DJSI, ISE, FTSE4Good; ou temáticos, como os índices ligados à agenda climática e de diversidade & inclusão.

No mercado brasileiro, a B3 conta com nove índices relacionados à agenda ASG:

- ✓ ISE: criado em 2005, conta com uma metodologia estruturada nas dimensões de Capital Humano, Capital Social, Governança Corporativa & Alta Gestão, Meio Ambiente, Modelos de Negócio & Inovação e Mudanças Climáticas. Na sua última revisão, o ISE passou a considerar as respostas das empresas a outras iniciativas internacionais, como o CDP – organização que consolida dados das empresas sobre mudanças climáticas – como respostas à metodologia do índice, além de monitorar o risco reputacional das empresas da carteira, com um processo de análise de controvérsias e potencial exclusão da empresa do índice em caso de não-conformidade.
- ✓ Índice Brasil ESG: índice amplo, que considera as empresas brasileiras listadas com as melhores avaliações nos critérios ESG da S&P, parceira de operação do índice.
- ✓ Índice Carbono Eficiente, ICO2: criado em 2010, o índice se referencia nas empresas do IBX100, mas pondera a participação dos ativos na carteira por um fator de emissões em relação à receita, como proxy da eficiência das empresas na gestão de emissões de gases de efeito estufa.
- ✓ Índice GPTW: considera as empresas listadas certificadas como Melhores Empresas para se Trabalhar pela organização GPTW.
- ✓ Índice de Diversidade: tem como ativos elegíveis empresas listadas que possuam ao menos um membro de grupos subrepresentados no Conselho de Administração e Diretoria Executiva
- ✓ Família de índices de governança: a B3 conta com 4 índices de governança, que diferenciam as empresas que possuem (i) práticas diferenciadas de governança corporativa (IGC e IGCT); (ii) que contam com *tag along* diferenciado no caso de operações que envolvam mudança de controle (ITAG); (iii) que participem do Novo Mercado (IGC-NM)

A criação de índices permite o desenvolvimento de mandatos passivos e ETFs, mas também servem como uma referência para o mercado sobre as empresas que estão avançando na integração de práticas ASG. Especialmente no caso do ISE, a B3 disponibiliza as respostas das empresas ao índice, o que aumenta a transparência das informações de sustentabilidade para investidores e demais

*stakeholders.*

Ao considerar índices de sustentabilidade no processo de decisão de investimento, é importante compreender em profundidade a metodologia utilizada na análise e seleção dos ativos das carteiras. Alguns índices, como o FTSE4Good, excluem setores controversos dos seus portfolios, como tabaco, bebidas alcoólicas, etc. Em índices relacionados à agenda climática, é comum que setores intensivo em emissões de gases de efeito estufa sejam excluídos. Essa, no entanto, não é uma prática mandatória na construção de índices ASG, como é o caso do DJSI, que considera para a carteira as melhores empresas de cada setor, mesmo que mais intensivas em impactos socioambientais. O mais importante é considerar as práticas de investimento de cada gestor e adequar as ferramentas e referências a estes objetivos no curto, médio e longo prazos.

## **5.7. Ratings ASG**

---

A necessidade de padronização e estruturação das informações ASG para sua consideração no processo de decisão de investimentos levou ao surgimento de provedores de informação e *ratings* ASG. As plataformas visam à análise de ativos de renda fixa e renda variável, em metodologias que permitem ao investidor dar maior comparabilidade entre as empresas investidas e, inclusive, mapear iniciativas de engajamento junto aos ativos do seu portfolio a partir de análises consolidadas de carteira.

Da mesma forma que os índices, os provedores de dados e *ratings* ESG adotam metodologias distintas na formação da sua base de dados. Os objetivos variam entre o uso de informações qualitativas e/ou quantitativas, escopos de análise e gestão de risco ou desempenho em indicadores operacionais, temas considerados na metodologia, etc.

O uso dessas ferramentas por analistas de investimentos devem considerar:

- ✓ A estratégia de investimentos (ex: *value*, *growth*, *long-short*, etc.) e sua adequação à metodologia de *rating* utilizada.
- ✓ A classe de ativos a ser considerada. Os indicadores de risco são importantes ferramentas para a análise de ativos de crédito, por exemplo, pelo impacto

potencial do tema sobre a capacidade de repagamento de dívidas. Já em ativos de renda variável ou participações, é importante considerar o impacto da agenda ASG sobre o valor da empresa no tempo.

- ✓ As fontes de informação utilizada pelos provedores. Em muitos casos, as informações ASG estão descentralizadas nas diversas fontes de informação das organizações, como *website*, relatório de sustentabilidade, formulários regulatórios, etc. Mesmo que o provedor utilize informações públicas, é importante que haja um preparo da equipe de especialistas para verificar informações primárias e secundárias sobre o desempenho ASG das empresas.

As críticas sobre os provedores de *rating* recaí justamente sobre a diversidade de metodologias adotadas pra a atribuição de uma pontuação sobre o desempenho ASG das empresas. Em uma reflexão mais aprofundada, no entanto, podemos traçar um paralelo às premissas de modelos de risco ou valoração de ativos. A consideração de diferentes aspectos é inerente à prioridade de cada casa de análise ou profissional de investimentos e é natural que haja divergências na priorização de variáveis ASG, assim como ocorre com as premissas e cenários econômicos. Mais uma vez, o mais importante é que as metodologias adotadas pelos provedores de dados seja clara, transparente e que se adeque ao processo de decisão de cada analista e gestor.

## 5.8. Integração ASG na análise e gestão de ativos

---

“Deixar de considerar geradores de valor de investimento de longo prazo, que incluem questões ambientais, sociais e de governança, na prática do investimento é uma falha do dever fiduciário” (UNEP-FI, 2015). A integração ASG guarda relação com a gestão de riscos, a geração de oportunidades de negócios, a resiliência das operações e cadeias produtivas, com a reputação e valor da marca, entre outros fatores. Em grande parte, é possível relacionar a valoração de aspectos de sustentabilidade ao debate de valoração de ativos intangíveis. O valor de mercado dos ativos depende cada vez menos de seus ativos físicos, incorporando o impacto de intangíveis como a geração de conhecimento, tecnologia, qualidade da gestão, entre outros, o que se relaciona diretamente com a governança da agenda socioambiental pelas empresas.

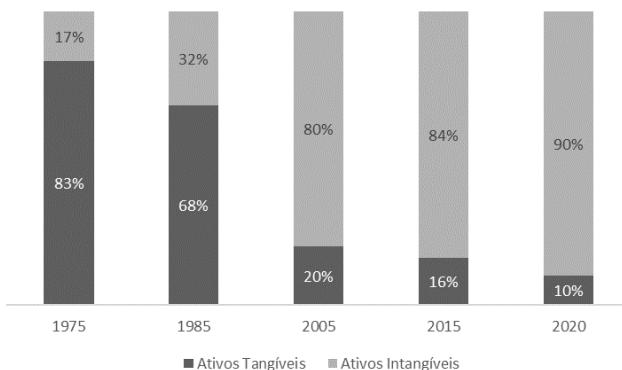


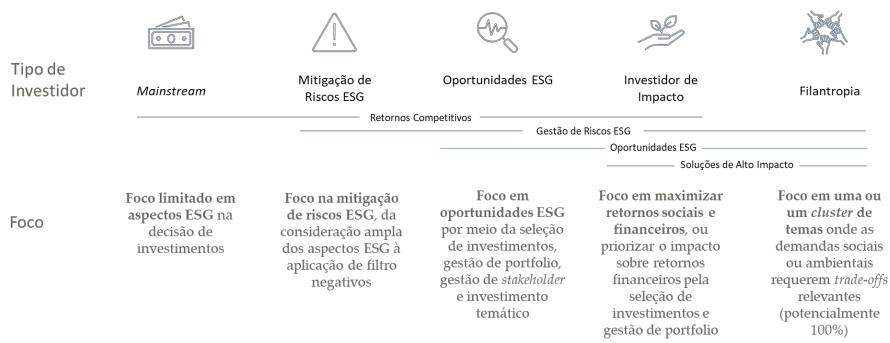
Figura 3 - Componentes do Valor de Mercado das empresas do S&P 500

Fonte: Ocean Tomo, 2020

Autores acadêmicos já falavam sobre a relação entre o desempenho das empresas e as questões ASG, fazendo uma analogia à valoração de ativos intangíveis:

*“a definição de ASG inclui as métricas-chave da performance não financeira de uma empresa, os muitos intangíveis importantes que ajudam a formar o valor de mercado além dos critérios financeiros tradicionais e outras informações quantificáveis. o perfil ASG de uma companhia incluirá uma gama de comportamentos de executivos e da força de trabalho; o track record da reputação corporativa e de produtos/marca, a natureza do compliance com leis locais e nacionais e a crescente lista de códigos setoriais e industriais de comportamentos aceitáveis; a maneira como a empresa é governada por seu Conselho e gestão; a responsividade aos stakeholders; disclosure e transparência; e outros elementos relacionados a fatores ambientais, sociais e de governança importantes aos investidores.”(BOENER, 2008, p.30).*

A evolução do mercado de investimentos responsáveis passa por estratégias distintas. O apetite à integração ESG varia de acordo com a estratégia de investimentos de cada gestor e seu compromisso em relação ao retorno e impacto esperado dos seus portfólios, conforme Figura 4.



Fonte: Bain & Company

Figura 4 - Perfis de investidores em relação à integração ASG

É comum que diversos agentes do mercado pensem nas questões ASG como um filtro para a exclusão de ativos ou setores dos portfolios, mas esse não é necessariamente o caso. As estratégias de investimento responsável evoluíram conforme aumentaram os conhecimentos sobre os riscos e oportunidades derivados da agenda de sustentabilidade. O tema está em permanente evolução, mas algumas das principais estratégias seguem detalhadas:

- ✓ **Exclusão ou screening negativo:** característico dos primeiros fundos de investimentos responsáveis, ainda na década de 80, são mandatos que possuem uma lista restritiva de investimentos, que geralmente abrange setores controversos como tabaco, bebidas alcoólicas, jogos de azar, prostituição e armamento. Em alguns mandatos mais recentes, setores intensivos em emissões de gases de efeito estufa ou com impactos ambientais irreversíveis (ex: mineração e setores extractivistas) também passaram a compor algumas listas restritivas de gestores com essa estratégia de gestão.
- ✓ **Fundos temáticos ou screening positivo:** especialmente a partir da década de 90 começou a se questionar a necessidade de capital para soluções para os grandes desafios ambientais e sociais do nosso tempo. Eventos como a Rio 92 chamaram a atenção para o papel do setor financeiro para a redução de externalidades e geração de impacto positivo. Os mandatos que seguem essa estratégia são, por exemplo, fundos setoriais (energias renováveis, cleantech, etc.) ou temá-

ticos (fundo clima).

- ✓ **Best in class:** a discussão sobre riscos e oportunidades em sustentabilidade levaram o mercado a buscar estratégias que permitam identificar empresas com as melhores práticas no tema, independente de seu setor de atuação. O Dow Jones Sustainability Index surgiu em 1999, com uma metodologia que analisa as práticas ASG das empresas e seleciona para o seu portfolio as líderes em seus respectivos setores. A estratégia foi replicada por diversos fundos, com metodologias próprias ou referenciadas no índice.
- ✓ **Integração ASG:** o surgimento do PRI nos anos 2000 trouxe o debate da integração transversal das questões ASG ao processo de investimentos. A estratégia independe do mandato do fundo ter objetivos específicos de geração de impacto ASG, mas trata o tema como uma camada adicional de análise e gestão de riscos e oportunidades.
- ✓ **Engajamento:** a partir da identificação de questões ASG relevantes, a estratégia trata do papel dos investidores em influenciar a que as entidades investidas adotem melhores práticas de sustentabilidade. O engajamento pode ser individual ou coletivo, em conjunto com um grupo de investidores, e é interessante que seja mensurado em relação ao seu alcance e resultados.
- ✓ **Investimento de Impacto:** o tema vem ganhando espaço e diz respeito aos investimentos em que não se mensuram apenas os resultados financeiros, mas também o impacto socioambiental gerado pela alocação de recursos. O diferencial nesta estratégia é a **intencionalidade**, ou seja, o investidor deve buscar de forma proativa a geração de impacto ASG positivo.
- ✓ **Blended Finance:** mecanismo mais recente entre as estratégias de investimento sustentável, o *blended finance* reúne o capital comercial e catalítico para a geração de impacto positivo. A estrutura, que pode se aplicar a fundos de dívida ou de *equity*, visa a trazer o capital paciente – em alguns casos até mesmo filantrópico – para viabilizar projetos ou empresas que não acessam o capital comercial a taxas competitivas. O *blended finance* pode ser usado, por exemplo, para financiar cooperativas de agricultura sustentável, moradia social, novas tecnologias de descarbonização, entre outros projetos.

Em 2022, a Global Sustainable Investment Alliance reportou que, em mercados desenvolvidos, o volume de ativos que adota estratégias ASG no processo de investi-

mentos chega a USD 30trilhões. A Europa responde por quase 50% desse volume, mas em regiões como o Canadá as estratégias ASG se aplicam a 47% do mercado de investimentos. O tema se insere de forma transversal a todas as classes de ativos e pode se integrar à análise de ativos de forma qualitativa ou quantitativa.

Nas próximas seções, são apresentadas algumas especificidades em ativos de crédito soberano, privado e renda variável, em relação a possíveis abordagens de integração ASG ao processo de análise e gestão de portfolios. O material não esgota os exemplos e fatores ASG que podem ser incorporados nas análises, mas traz referências que podem ser aprofundadas e adaptadas ao cenário de cada analista e gestor de ativos.

### 5.8.1 Renda Fixa

No mercado de crédito, um desafio importante da integração ASG é a baixa disponibilidade de informações e, em muitos casos, um menor nível de conscientização das entidades sobre o tema – por se tratarem de empresas menores ou carteiras de crédito mais pulverizadas como no caso dos FIDCs, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.

As análises, nesse sentido, tendem a se concentrar em variáveis que impactam a capacidade de repagamento de dívida dos emissores. Por meio de questionários auto-declarados e pesquisa em fontes públicas, são identificadas questões de *compliance* ASG e práticas de gestão que podem incorrer em futuros passivos ou controvérsias que impactem o risco de crédito das entidades.

#### Crédito Soberano

A análise de fatores ASG em ativos de crédito soberano é aplicável especialmente para a alocação entre países, em um fundo regional ou global. São analisados fatores como riscos ambientais em âmbito regional, respeito aos direitos humanos e desigualdade social, bem como a estrutura de governança do Estado – como a estabilidade política, segurança pública, instituições legais, etc. O objetivo é compreender quais e de que forma as questões ASG podem impactar variáveis macroeconômicas e a capacidade de pagamento dos países, bem como a sua trajetória no tempo.

Figura 5 - Aspectos de Integração ASG | Dívida Soberana

Integração ASG à Dívida Soberana		
Nível da Análise	Nível do Ativo	Nível do Portfólio
Realização de pesquisas de fatores ASG para formação de um <i>framework</i> de materialidade. Esse processo pode resultar em indicadores de alerta, listas de observação e painéis de pesquisa centralizados que são facilmente acessíveis entre as equipes. Essa pesquisa também é útil para estabelecer se o engajamento com emissores é necessário e, em caso afirmativo, qual forma (individual ou colaborativa) ele deve assumir.	Condução de análise de crédito integrada aos aspectos ASG, incluindo avaliações internas de crédito e classificações relativas, bem como valor relativo e análise de <i>spread</i> . Alguns investidores também ajustam as previsões financeiras e os índices à luz da análise ASG. As análises de sensibilidade e cenário também podem ser úteis.	Avaliação e combinação de fatores ASG no nível do portfólio para comparação com <i>benchmark</i> de referência, controle da exposição ao risco financeiro e ASG, ponderação e alocação de ativos em nível estratégico e tático

Fonte: Adaptado de UNPRI, 2019

### Crédito Privado

A integração ASG ao mercado de crédito privado tem crescido a partir da percepção dos investidores institucionais da relação entre a gestão de riscos ASG e financeiros dos emissores. As práticas envolvem a análise desses aspectos no processo de seleção e originação, diligência e monitoramento no período da operação.

- ✓ **Originação:** desenho de uma metodologia e indicadores para análise de aspectos ASG materiais para a região, setor, empresa e modalidade de crédito da operação, com base nas referências internacionais e *benchmarks* regionais (ex: índices ASG de crédito, estudos setoriais, bases de dados públicas, etc.)
- ✓ **Diligência e aprovação:** além da determinação de ferramentas de análise (proprietárias ou de terceiros), é importante definir uma governança para a aprovação da operação caso sejam identificados apontamentos relevantes, bem como cláusulas contratuais que permitam a antecipação de vencimentos caso haja um evento após o desembolso do crédito.
- ✓ **Monitoramento pós-concessão:** é comum a ocorrência de incidentes relacionados a questões ASG após a concessão do crédito. Por isso, é importante que o analista ou gestor não se limite às análises anteriores à concessão, mas estabeleça um período de revisão e monitoramento

dos ativos. Em alguns casos, pode-se inclusive estabelecer controles automatizados para a geração de alertas, caso a empresa seja apontada em investigações ou incluídas em lista relacionadas, por exemplo, a ocorrências de trabalho análogo ao escravo ou crimes ambientais.

Na análise de emissões de crédito privadas, o processo pode contar com fontes públicas de informação, como órgãos ambientais, e provedores externos de informações. A maior parte das agências de *rating* dispõe de metodologias para a atribuição de *ratings* ASG, que podem ser incorporados aos modelos de risco, por meio da sensibilização de variáveis ou do *rating* de crédito em si.

Em um artigo (UNPRI, 2023a), o PRI traz a comparação entre os provedores de *rating* ASG de crédito, que deixa clara a discrepância entre metodologias e abordagens de análise de temas e indicadores. Nesse ponto, é crucial que, ao utilizar um provedor externo, o investidor busque aquele que mais se adequa às suas premissas e objetivos de investimento.

### Operações Temáticas

Dentro do mercado de dívida, vem se consolidando a emissão de títulos temáticos, conhecidos como *green bonds* ou *social bonds*, a depender do seu uso de recursos. Esse mercado já atingiu a emissão de mais de USD 1trilhão em 2021 e se mantém nesse patamar nos últimos anos.

As operações temáticas se relacionam especialmente à determinação do uso de recursos ou à conexão com indicadores de desempenho ASG. As principais modalidades desses títulos são apresentadas na Figura 6.

Figura 6 - Modalidades de Operações de Crédito Temáticas

Instrumentos de crédito		Uso de recursos definido					Recurso livre
		Título Verde	Título Social	Título Sustentável	Título de Transição	Sustainability-Linked Bond	
Bond (Debêntures, CRA, CRI,...)	Arelados a Investimentos Ambientais  Ex: Energia Renovável, Eficiência energética, Gestão de Recursos Naturais	Atrelados a Investimentos Sociais  Ex: Habitação a preços acessíveis, Geração de empregos	Atrelados a Investimentos Sociais e Ambientais  Ex: Projetos com foco nos ODS	Atrelados a transição do modelo de negócios  Ex: financiamento para desenvolvimento de produtos sustentáveis de uma forma que trate efetivamente os riscos relacionados ao clima.		Atrelados a estratégia corporativa e modelo de negócios  Ex: título corporativo sem finalidade estratégica com metas de melhoria de KPIs ou rating de ASG.	
Loan (Empréstimos e Financiamentos)							

Elaboração: KPMG

As principais referências para a classificação dessas operações são os guias da ICMA, International Capital Markets Assotitation – Green Bonds Principles, Social Bonds Principles, Sustainable Bonds Principles e Sustainability-linked Bonds Principles – , e os padrões de certificação da CBI, Climate Bonds Initiative. No primeiro caso, é recomendável que as operações contem com uma opinião de segunda parte independente e, no segundo, é necessária uma certificação por empresa habilitada pela própria CBI.

No caso dos títulos atrelados a metas ASG, os *sustainability-linked bonds*, ressalta-se ainda a importância da análise dos indicadores quanto à sua relevância para o modelo de negócios do emissor e ambição em relação ao seu próprio desempenho, pares de mercado ou referências internacionais. A taxa de juros será condicionada ao cumprimento das metas estabelecidas e, portanto, é fundamental que haja uma verificação independente do seu cumprimento em períodos estabelecidos no material da própria emissão. Recomenda-se que as medições sejam periódicas e que haja metas intermediárias, que conferem maior transparência e confiabilidade à emissão.

### 5.8.2 Renda Variável

O PRI (UNPRI, 2013) apresenta um modelo para integração ASG à análise fundamentalista que, apesar de pensada para ativos de renda variável, também pode ser pensada para outras classes de ativos. A abordagem *top-down* das questões ASG, desde o impacto de questões macroeconômicas até seus reflexos nas premissas de projeção e valoração de ativos, trazem uma visão abrangente das atividades e informações necessárias ao processo de decisão de investimento.

Figura 7 - Abordagem de integração ASG à análise fundamentalista

Fonte: UNPRI, 2013

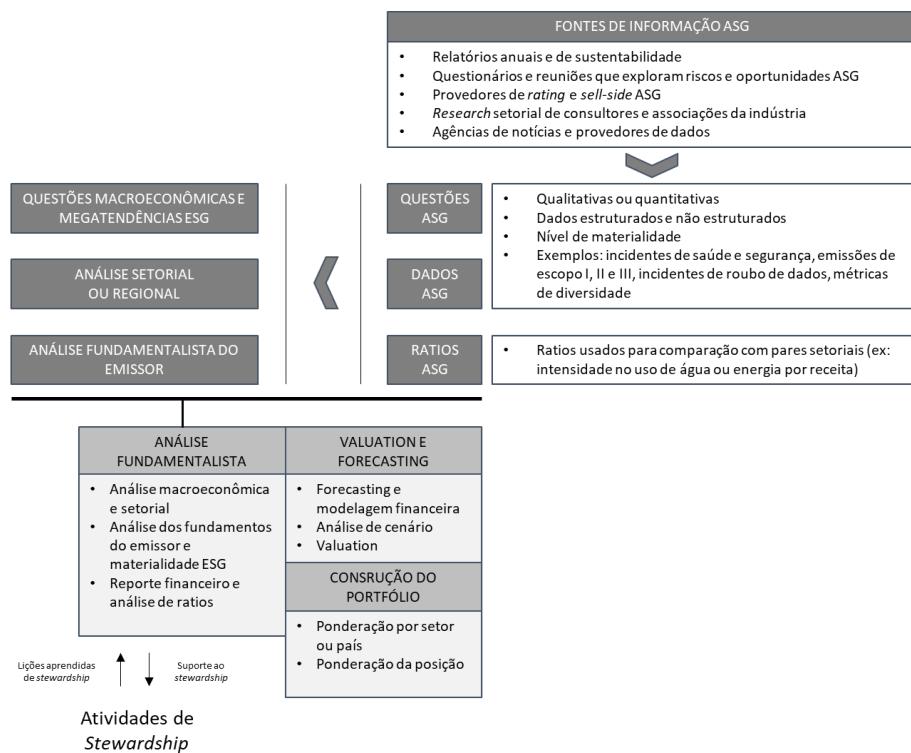
A maior disponibilidade de informação sobre empresas listadas é uma vantagem na análise e integração ASG à análise fundamentalista de ativos de renda variável. Além dos relatórios anuais e de sustentabilidade, existe uma gama de provedores de dados, internacionais e regionais, que dão suporte aos investidores na estruturação e análise dos dados ASG para a integração ao processo de investimentos, nas etapas detalhadas nesta seção.

## Identificação

É importante definir as questões materiais e indicadores-chave de desempenho na análise ASG por região, setor ou empresa. A dupla materialidade é uma ferramenta que pode apoiar o investidor nessa identificação, em conjunto com referências internacionais como os *frameworks* setoriais da GRI e SASB.

A cultura de investimentos, o apetite a risco e a natureza dos mandatos vai influenciar a importância dada a uma ou outra questão identificada e analisada neste processo.

## Análise



Mudanças na regulação, exigências e preferências do consumidor, padrões de saúde e segurança, entre outros fatores, podem alterar as vantagens competitivas entre empresas do mesmo setor. Analisar as questões mais relevantes para uma determinada indústria, suas tendências e desafios para as empresas é de grande importância para integração das questões ASG à análise fundamentalista.

A análise, neste contexto, deve considerar o arcabouço regulatório e as tendências de consumo dos mercados em que cada empresa atua. A percepção e priorização de questões ASG e seu impacto sobre a análise setorial não varia apenas de acordo com o setor, mas o público que analisa e integra essas informações. Uma vez identificadas questões que podem impactar o desempenho dos ativos a serem analisados, a análise visa à compreensão e mensuração do impacto que as questões ASG podem ter sobre estes ativos. Analisar como cada empresa incorpora essas questões em sua estratégia e práticas de gestão, como se relaciona com seus principais stakeholders e como isso pode afetar, positiva ou negativamente, seu posicionamento estratégico e resultados financeiros, é o objetivo desta etapa de integração.

Algumas questões são cruciais neste entendimento. Pode-se iniciar pelo entendimento da governança das questões ASG na empresa. O envolvimento da Alta Liderança no debate e integração de questões ambientais, sociais e de governança corporativa é fundamental para que as ações se reflitam no modelo de negócio da companhia. Alguns pontos podem ser observados nesta análise:

- ✓ Comitês junto ao Conselho de Administração: o debate no mais alto grau de governança da Organização ajuda a mapear riscos e identificar oportunidades de negócio derivados das questões ASG.
- ✓ Responsáveis pelo debate e deliberação das questões ASG: a existência de uma área dedicada com reporte à Alta Liderança, comissões multidisciplinares ou profissionais especialistas em áreas-chave da empresa podem representar comprometimento com o tema quando estes têm poder de influência sobre as decisões estratégicas e práticas de gestão.
- ✓ Inserção nas métricas de avaliação e remuneração: objetivos ligados às questões ASG podem ser atrelados à avaliação e remuneração variável de executivos e profissionais, aumentando o comprometimento das áreas com a adoção de melhores práticas de gestão.

Para avaliar as práticas das empresas, o levantamento de indicadores específicos é a melhor forma de compreender e mensurar os impactos das questões ASG sobre a estratégia, operações, relacionamentos e resultados financeiros. As ferramentas utilizadas podem envolver análises qualitativas e quantitativas, para que se realizem análises de cenário, sensibilidade e ponderação nos modelos de valoração de ativos.

A consideração de impactos ASG nos resultados financeiros das empresas aprimora

a visão da companhia e as projeções feitas em uma análise fundamentalista. Diferentes aspectos ambientais, sociais e de governança corporativa podem afetar linhas do balanço patrimonial, da demonstração de resultados e o fluxo de caixa da empresa no curto, médio e longo prazo.

Investidores que integram as questões ASG às provisões financeiras das empresas podem incluir seus impactos sobre fatores como custos operacionais, geração de receita, provisões, Capex, entre outros. Esta relação das questões ASG com as linhas das demonstrações financeiras é fundamental para o entendimento e integração do tema à análise fundamentalista tradicional. A partir deste ponto de vista, perde-se o viés de que as questões socioambientais são relacionadas apenas à reputação e imagem da empresa para que elas de fato integrem e influenciem os modelos de negócio.

No caso da geração de receita, preferências do consumidor, mudanças no ambiente regulatório, envolvimento em escândalos relativos aos temas ASG como questões trabalhistas, desmatamento ilegal ou corrupção, entre outros, pode impactar a capacidade da empresa de colocar seus produtos e serviços no mercado. Além disso, restrições à produção como a dificuldade de acesso a recursos e a gestão de resíduos também podem afetar a receita no curto, médio e longo prazo. A recente crise hídrica na região sudeste, por exemplo, teve impacto sobre a produção industrial e empresas de serviço, que elaboraram planos de contingência para continuidade das atividades em um cenário de escassez de recursos.

Outra variável que pode ser fortemente impactada por questões ASG é o custo. Um estudo do PRI aponta para um custo ambiental de USD 6,6trilhões ou 11% do PIB global em 2008. O mesmo estudo aponta que as mudanças regulatórias e mudanças no acesso aos recursos naturais pode impactar o custo operacional das empresas em até 50%, considerando um portfolio ponderado como o MSCI World Index (UNPRI, 2011).

A avaliação do uso e da dependência de recursos naturais, capital humano e intelectual das empresas, em suas operações ou cadeia de suprimentos, pode trazer impactos significativos sobre a análise fundamentalista de ativos. Custos com saúde e segurança do trabalho, por exemplo, podem ter impacto positivo sobre a produtividade e a redução de passivos trabalhistas. Iniciativas de ecoeficiência podem impactar positivamente custos com energia, uso de água, matérias-primas. O investimento no fortalecimento da cadeia de suprimentos pode aumentar a eficiência no uso de matérias-primas e servir inclusive como uma barreira a potenciais novos entrantes.

A análise fundamentalista pode ser aprimorada a partir de um olhar sobre as questões ASG relacionado à estrutura e ao modelo de negócio das empresas. A adequada compreensão dos impactos destas questões sobre os resultados financeiros terá impacto sobre a visão do profissional de investimentos sobre os riscos e oportunidades da empresa, e por consequência a melhor projeção de seu valor justo.

## Integração

O avanço da discussão acerca da integração das questões ASG à análise fundamentalista trouxe alguns modelos e ferramentas, atualmente utilizados por analistas e gestores na tomada de decisão de investimentos. As abordagens, assim como os demais conceitos apresentados neste capítulo, devem ser adaptados à cultura de investimentos, modelos e premissas utilizado pelos analistas. Assim como na análise financeira tradicional, as premissas e prioridades divergem conforme a natureza, relevância e objetivo da decisão de investimento. Algumas das principais abordagens à integração ASG são tratadas nesta seção.

Com base nos impactos levantados nas etapas de identificação e análise, com a devida mensuração e realização de projeções sobre as principais variáveis das demonstrações financeiras, é possível realizar ajustes nos modelos de fluxo de caixa descontado que contemplem os riscos e oportunidades de negócio derivados das questões ASG.

Os ajustes podem ser feitos nas próprias linhas do modelo, como uma revisão da receita, aumento ou redução de custos, premissas de crescimento, etc. Podem também impactar premissas relativas ao custo de capital, prêmio de risco, ajuste da perpetuidade.

Um exemplo é o custo da certificação do processo produtivo de uma empresa de papel e celulose. Estes selos, presentes em produtos do setor desde a produção de celulose à impressão gráfica, presumem a adoção de boas práticas ambientais e no relacionamento com stakeholders desde o plantio das florestas à impressão final de materiais. A valoração da certificação socioambiental e seus impactos sobre o valor de uma empresa de celulose pode considerar os seguintes impactos sobre as demonstrações financeiras:

- ✓ ↑ Custos Operacionais: as despesas com a certificação, desde a adequação do processo produtivo ao gasto com auditorias e verificações eleva o custo operacional da empresa.

- ✓ ↓ Custo Operacionais: o fortalecimento da agricultura familiar e incentivo ao plantio em áreas próximas às florestas da companhia, práticas comuns em empresas que adotam estas certificações, têm o potencial de garantir o suprimento de matéria-prima e reduzir custos operacionais (ex: transporte de madeira).
- ✓ ↑ Receita: produtos com selo são vendidos com um prêmio de preço e em mercados diferenciados quando comparados com pares sem a certificação.
- ✓ ↓ Provisões: a redução do risco de passivos pela adoção de melhores práticas socioambientais tem um potencial redutor sobre provisões para multas e processos desta natureza.

A consideração destes e outros possíveis impactos, e o cálculo do valor presente líquido destes fatores, levam a ajustes no modelo de fluxo de caixa descontado a partir de uma decisão estratégica que tem como premissa as questões ASG.

Outro impacto com potencial significativo sobre o modelo de FCD é o valor da empresas na perpetuidade. Uma das práticas aceitas no mercado é a projeção de crescimento estável após anos ou décadas de projeção do fluxo de caixa da empresa. Damodaran trata o tema com prioridade, afirmando que “a previsão de fluxos de caixa futuros é a chave para avaliar negócios” (DAMODARAN, 2007).

### **Ajustes sobre o custo de capital e prêmio de risco**

Outra variável dos modelos de valoração de ativos que pode ser sensibilizada a partir da integração ASG é o custo de capital ponderado ou, em inglês, weighted average cost of capital, WACC. Pesquisas apontam para impactos positivos sobre o WACC em projetos ou empresas que adotam melhores práticas ASG. Especialmente em projetos sensíveis ao tema, como a construção de usinas de energia elétrica, abertura e exploração de minas, construção de usinas ou grandes plantas industriais, a atenção às melhores práticas ambientais e o fortalecimento do relacionamento com os stakeholders pode facilitar desde a obtenção de licenças de operação à redução de boicotes, embargos, multas e processos.

O ajuste sobre o custo de capital próprio também é utilizado por investidores, que sensibilizam o custo do capital próprio segundo a análise de desempenho das questões ASG. A fórmula do custo de capital próprio normalmente aplicada nos modelos de valoração de ativos é:

*Custo de capital próprio (ke) = taxa livre de risco + βativo \* prêmio de risco de mercado*

Em um primeiro exemplo, pode-se sensibilizar o prêmio de risco ao desempenho ASG dos ativos avaliados. A partir de uma análise setorial, empresas que apresentem maior exposição a riscos ASG podem ter um prêmio de risco mais elevado em relação a pares com melhores práticas e maior nível de disclosure das questões ASG. Por outro lado, empresas com melhores práticas e adequada transparência de suas iniciativas e resultados poderá ter seu prêmio de risco reduzido.

Outra forma de sensibilizar o custo de capital em relação ao desempenho ASG é ponderar o próprio beta do ativo de acordo com os resultados das etapas de identificação e análise. Alguns gestores consideram o impacto das questões sobre a volatilidade dos ativos, e neste sentido criam uma medida alternativa ao beta de mercado, calculado a partir da variação do preço de uma ação em relação ao seu benchmark.

## 5.9 CBPS

---

O CBPS – Comitê Brasileiro de Pronunciamentos de Sustentabilidade foi criado pelo CFC - Conselho Federal de Contabilidade em 9 de junho de 2022, pela Resolução nº 1670, com estrutura similar à do CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis, já consagrado internacionalmente, por seu trabalho na internalização no Brasil das normas internacionais de contabilidade, emitidas pelo IASB – *International Accounting Standards Board*, atuando desde 2005.

A FAPCS – Fundação de Apoio aos Comitês de Pronunciamentos de Contabilidade e de Sustentabilidade, que teve a iniciativa da criação do CBPS, abriga as operações do CBPS e do CPC, espelhando na estrutura brasileira a mesma da Fundação IFRS, que abriga o ISSB e o IASB.

A FAPCS tem por objetivo assistir, promover, apoiar, incentivar e desenvolver ações científicas, tecnológicas, educacionais, culturais, ambientais, sociais, e de governança, que visem o desenvolvimento das ciências contábeis e a melhoria da divulgação de informações sobre sustentabilidade, precípuamente por meio do apoio ao CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis e ao CBPS - Comitê Brasileiro de Pronunciamentos de Sustentabilidade.

A FACPCS é formada por 6 entidades, que são as fundadoras: ABRASCA - Associação Brasileira das Companhias Abertas; APIMEC Brasil - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais do Brasil; B3 S/A – Brasil, Bolsa, Balcão; CFC - Conselho Federal de Contabilidade; IBRACON - Instituto de Auditoria Independente do Brasil; e FIPECAFI - Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras.

## OBJETIVO

O CBPS tem por função o estudo, o preparo e a emissão de documentos técnicos sobre divulgação das práticas de sustentabilidade (ambiental, social e de governança – ASG), preparando pronunciamentos técnicos para serem adotados pelos reguladores no Brasil. Vai interagir com o *ISSB - International Sustainability Standards Board*, cuja criação foi anunciada pela Fundação IFRS na Conferência das Partes da ONU, a COP26, em Glasgow, no Reino Unido, em novembro de 2021.

O objetivo do ISSB é fornecer uma linha de base global abrangente de padrões de divulgação relacionados à sustentabilidade, que forneçam aos investidores e outros participantes do mercado de capitais informações sobre os riscos e oportunidades das empresas, para ajudá-los a tomar decisões em melhores bases informacionais.

Com isso podemos dizer que dentro das principais funções do CBPS estão:

- ✓ Emissão de documentos técnicos: O CBPS produz documentos técnicos, como Pronunciamentos Técnicos, Orientações e Interpretações, que estabelecem os critérios e as melhores práticas para a divulgação de informações sobre sustentabilidade. Os Pronunciamentos Técnicos serão obrigatoriamente submetidos a audiências públicas. As Orientações e Interpretações poderão, também, sofrer esse processo.
- ✓ Alinhamento com padrões internacionais: O CBPS trabalha em estreita colaboração com o *International Sustainability Standards Board* (ISSB), buscando garantir que as normas brasileiras estejam alinhadas com os padrões internacionais de divulgação de informações sobre sustentabilidade.
- ✓ Harmonização da legislação: O CBPS tem almeja contribuir para a harmonização da legislação brasileira relacionada à sustentabilidade, facilitando o cumprimento das normas por parte das companhias.

- ✓ Promoção da transparência e da confiabilidade: Os documentos técnicos do CBPS visam aumentar a transparência e a confiabilidade das informações divulgadas pelas companhias sobre seus impactos sociais, ambientais e de governança.

## COMPOSIÇÃO

O Comitês, CBPS e CPC, são formados pelas mesmas entidades fundadoras da FAPCPS, com dois membros cada uma, mas também, têm atualmente, mais duas entidades representantes de investidores, ABRAPP - Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar e AMEC - Associação de Investidores no Mercado de Capitais, esses, com um representante cada, totalizando 14 membros efetivos, todos voluntários.

O CBPS também tem como convidados, não votantes, mas com direito a voz: ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais; ANEFAC - Associação Nacional de Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade; ANPCONT - Associação de Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis; BCB - Banco Central do Brasil; CNC - Confederação Nacional do Comércio; CNI - Confederação Nacional da Indústria; CNseg - Confederação Nacional das Seguradoras; CVM - Comissão de Valores Mobiliários; IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa; IIA Brasil - Instituto dos Auditores Internos do Brasil; IBRI - Instituto Brasileiro de Relações com Investidores; PREVIC - Superintendência Nacional de Previdência Complementar e SUSEP - Superintendência de Seguros Privados.

O CBPS é composto por 4 coordenadorias, com 1 coordenador e um vice coordenador em cada uma delas, quais sejam: Técnica; Operações, Relações Internacionais e Relações Institucionais

Fluxo de trabalho do CBPS: traduz a norma ISSB, adaptando quando cabível, gerando uma minuta de Pronunciamento CBPS; discute no comitê e prepara uma Minuta de Pronunciamento; coloca essa minuta em Audiência Restrita entre as entidades participantes do Comitê; revisa; coloca a Minuta de Pronunciamento em Audiência Pública, em conjunto com o CFC – Conselho Federal de Contabilidade e CVM – Comissão de Valores Mobiliários; revisa as sugestões e, finalmente aprova e divulga o Pronunciamento para que os Reguladores Brasileiros aprovem para entrar em vigor para os seus regulados.

Como as normas internacionais de sustentabilidade estabelecidas pelo ISSB e incor-

poradas pelo CBPS, são compostas por normas temáticas que permeiam todos os setores, o CBPS tem Grupos de Trabalho, os GT Setoriais para se debruçarem sobre cada setor e prepararem orientações para a aplicação dessas normas nesses setores.

Dada a necessidade primordial de capacitação, foi criado o GT Educacional que traduz, se necessário, estuda e prepara orientações sobre cada tema para auxiliar todos os públicos interessados em conhecer e aplicar as normas.

Para uma visão mais aprofundada da Governança Corporativa, foi criado o GT Governança Corporativa para auxiliar em todos os trabalhos, já que governança abrange todo o restante.

Já temos o IFRS S1 - Requisitos gerais para divulgação de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade e o IFRS S2 - Divulgações relacionadas ao clima e, os próximos temas devem ser Biodiversidade e Recursos Humanos.

A CVM já regulamentou a implantação dessas normas para os seus regulados, de forma voluntária com relação a informações sobre sustentabilidade para os anos 2024 e 2025 e, para as informações relativas a 2026, serão obrigatórias com divulgação em 2027.

### **Relevância na Análise de Investimentos**

As normas internacionais, agora em implantação no mundo e como informamos, também no Brasil, trazem a necessidade de informações mais apuradas sobre o tema, com metas e métricas, que servirão para a análise adequada das companhias, dentro de seus setores e comparável a seus pares globalmente.

Podemos dizer que o trabalho do CBPS é relevante pois:

- ✓ Melhora a qualidade das informações: Os documentos do CBPS contribuem para melhorar a qualidade das informações divulgadas pelas empresas sobre sustentabilidade, tornando-as mais comparáveis e confiáveis.
- ✓ Aumenta a atratividade para investidores: Companhias que adotam os documentos produzidos pelo CBPS demonstram um compromisso com a sustentabilidade, o que pode aumentar sua atratividade para investidores.
- ✓ Fomenta a competitividade: Ao estabelecer padrões claros e objetivos, o CBPS contribui para aumentar a competitividade das empresas brasileiras no

mercado global.

- ✓ Promove o desenvolvimento sustentável: Os documentos produzidos pelo CBPS incentivam as companhias a adotarem práticas mais sustentáveis, contribuindo para o desenvolvimento socioeconômico e ambiental do país.

O CBPS é um órgão fundamental para garantir a padronização e a qualidade das informações sobre sustentabilidade divulgadas pelas companhias brasileiras. Ao alinhar a realidade nacional com os padrões internacionais, o CBPS contribui para a transparência, a confiabilidade e a sustentabilidade das companhias brasileiras.

O CBPS tem participação ativa no ISSB, nos eventos, grupos de trabalho, etc. que o ISSB possui, contribuindo com sua expertise e conhecimentos sobre o contexto brasileiro. Também leva ao ISSB as especificidades do mercado e da legislação nacional. O CBPS realiza ações de divulgação e orientação para capacitação, para as companhias brasileiras, auxiliando-as na implementação das novas normas.

A adoção das normas do *International Sustainability Standards Board* (ISSB) no Brasil, através do trabalho do CBPS, está gerando um profundo impacto na forma como as companhias brasileiras abordam a contabilidade e o *reporting*. Essa nova realidade traz tanto desafios quanto oportunidades para as organizações, tais como: Integração da sustentabilidade na contabilidade; aumento da comparabilidade; maior rigor na divulgação de informações; novos requisitos de *disclosure*; aumento da demanda por profissionais especializados; custos de implementação para se adequar e gerar resultados no longo prazo; Oportunidades de inovação.

Os principais desafios são:

- ✓ Complexidade das Normas e Integração com a Contabilidade com interconexões; novas métricas e materialidade.
- ✓ Coleta e Disponibilidade de Dados com qualidade e busca de dados históricos;
- ✓ Custos de Implementação com investimento em tecnologia e na capacitação de pessoal;
- ✓ Cultura Organizacional com a mudança de *mindset* e enfrentamento à resistência à mudanças;

- ✓ Alinhamento com a Legislação Brasileira com a harmonização e eventuais adaptações na implantação.

Podemos dizer que a relação entre o CBPS e o ISSB é estratégica para o desenvolvimento de um mercado de capitais mais sustentável e transparente no Brasil. Ao trabalhar em conjunto, essas instituições garantem que as companhias listadas na bolsa brasileira tenham acesso às melhores práticas globais em matéria de divulgação de informações sobre sustentabilidade.

Os analistas e investidores serão muito beneficiados pela transparência e comparabilidade que virão com a aplicação adequada dessas normas pelas companhias e com a asseguração a ser dada pelos auditores independentes.

O CBPS possui um site: <https://www.facpcs.org.br/CBPS> e um Boletim para se obter informações sobre os trabalhos do CBPS e, notícias nacionais e internacionais sobre o tema da sustentabilidade. Podem se inscrever para receber o Boletim no próprio site.

## 5.10 CONCLUSÕES

---

A discussão sobre a integração ASG está em constante evolução nos mercados de renda fixa e renda variável. À medida que mais dados são levantados, é possível estabelecer relações mais significativas e estudos que permitem aos analistas e gestores a compreensão mais clara das correlações e causalidades entre as questões ASG e o desempenho financeiro dos ativos.

Concretizar os potenciais ganhos derivados da integração ASG não é necessariamente uma tarefa simples. Embora o tema tenha ganhado atenção indiscutível do mercado, os resultados em relação ao desempenho ASG das empresas ainda não reflete as necessidades da nossa sociedade frente aos desafios ambientais e sociais que se enfrentam. Esse cenário se reflete em um aumento de riscos, perda de resiliência e potenciais perdas a diferentes setores e à economia de uma forma geral.

O avanço precisa ir além dos debates. Levantar informações, realizar estudos, engajarativamente com as entidades investidas faz parte dos deveres do investidor institucional e, portanto, deve ser suportado pelas atividades do analista de investimentos. A condução desse processo, conhecida no mercado pelas práticas de *stewardship*, deve

incluir não apenas as questões financeiras, mas a forma como aspectos ASG podem comprometer o desempenho financeiro dos ativos no curto, médio e longo prazo.

Questões ambientais, sociais e de governança corporativa em nada competem ou dificultam a análise fundamentalista. Ao contrário, conferem ao analista maior segurança na análise e gestão de riscos, aprofundam o entendimento sobre o posicionamento estratégico das empresas e a influência que o seu contexto de negócios pode ter sobre operações, relacionamentos e resultados financeiros. Considerando as mudanças no comportamento dos agentes de mercado e o aumento da consciência sobre as questões ambientais, a integração ASG é, cada vez mais, condição para uma análise robusta e tomada de decisão financeira mais consciente.

# REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

## CAPÍTULO 1

ASSAF NETO, Alexandre. Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro: comércio e serviços, indústrias, bancos comerciais e múltiplos. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

BERNSTEIN, PETER L. Desafio aos Deuses – A fascinante história do risco. 2<sup>a</sup> ed. Rio de Janeiro: Campus, 1997

CARVALHO, FERNANDO J. CARDIM de. A Crise mundial e seus Reflexos sobre o Brasil. Boletim de Conjuntura, Rio de Janeiro, v.18, nº 3, out.1998.

CARVALHO, Fernando MAURO; RODRIGUES, JOSÉ ANTONIO; PINTO, LUIZ FERNANDO

da SILVA; RODRIGUES, SÉRGIO FIGUEIREDO. Análise e administração financeira. Rio de Janeiro: IBMEC, 1985.

CAVALCANTI, Francisco. Mercado de capitais: O que é, como funciona. 7. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

CHANCELLOR, EDWARD. Salve se quem puder – uma história da especulação financeira. Trad. Laura Teixeira Motta. 2<sup>a</sup> ed. São Paulo: Companhia das Letras, 2001

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997

FABOZZI, F; MODIGLIANI, F; FERRI, M.G. Foundations of Financial Markets and Institutions. New York: Prentice Hall, 1996.

GITMAN, LAWRENCE J.; JOEHNK, MICHAEL D. Princípios de Investimentos 8 ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley 2005.

GRAHAM, BENJAMIM. O Investidor Inteligente. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2007

LEITE, Helio de Paula. Introdução à administração financeira. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1994.

LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. Economia monetária. 6. ed. São Paulo: Atlas, 1992.

JONES, STEPHANY GRIFFITH. A crise financeira do leste asiático: uma reflexão sobre suas causas, consequências e implicações para a política econômica. Política Externa, São Paulo, v.7, nº3, dez 1998.

MANKIW, N. Gregory. Princípios de micro e macroeconomia. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

MATARAZZO, Dante Carmine. Análise financeira de balanços. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

NORONHA, MARCIO. Análise Técnica: teorias, ferramentas e estratégias. Rio de Janeiro: Edittec 1995.

PINHEIRO, JULIANO L. Mercado de Capitais, Fundamentos e Técnicas. São Paulo: Editora Atlas 2009

SANTOS, José Evaristo dos. Mercado financeiro brasileiro: instituições e instrumentos. São Paulo: Atlas, 1999.

SHARPE, WILLIAM. "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk". Journal of Finance 1964.

## CAPÍTULO 2

ABE, Marcos. Manual de Análise Técnica (MAT). São Paulo, Novatec Editora, 2009. DEBASTIA- NI, Carlos. Candlestick. São Paulo, Novatec Editora, 2007.

LEMOS, Flávio; CARDOSO, Celso. Análise Técnica Clássica (ATC). São Paulo, Editora Saraiva, 2010.

NISON, STEVE. Japanes Caclestick Charting Techniques. New York Institute 1991

MATSURA, Eduardo. Comprar ou Vender? (CV). São Paulo, Editora Saraiva, 2013 (7ª edição).

Ilustrações: Os exemplos gráficos são do software ProfitChart da Nelógica.

## CAPÍTULO 3

BAETGE, Jörg, mais 19 autores. German Accounting Principles: An Institutionalized Framework. Accounting Horizons. AAA, Vol. 9, n.3, 1995.

COLASSE, BERNARD. The French notion of the image fidèle: the power of words. *The European Accounting Review*, 681-691, 1997

FIPECAFI (MARTINS, E., IUDÍCIBUS, S., GELBCK, E. R., SANTOS, A.), *Manual de Contabilidade Societária*. Ed. Atlas, 2013.

HENDRIKSEN, Eldon S., BREDA, Michael F. Van. *Teoria da Contabilidade*. Ed. Atlas, 1999.

HULLE, Karel Van. The true and fair view override in the European Accounting Directives. *The European Accounting Review*. 711-720, 1997.

IUDÍCIBUS, Sérgio de, MARTINS, Eliseu, CARVALHO, L. Nelson. Contabilidade: aspectos relevantes da epopéia de sua evolução. *Revista de Contabilidade e Finanças*, FEA/USP., vol. 16, 2005.

MACVE, R. H. Fair value vs. conservatism? Aspects of the history of accounting, auditing, business finance from ancient Mesopotamia to modern China. *The British Accounting Review*. 124-141, 2015.

MARTINS, Eliseu, MARTINS, Vinícius A., MARTINS, Éric A. Normatização Contábil: Ensaio Sobre Sua Evolução e o Papel do CPC. *Revista de Informação Contábil*, UFPE, vol. 1, 2007.

MARTINS, Eliseu, LISBOA, Lázaro Plácido. Ensaio sobre cultura e diversidade contábil. *Revista Brasileira de Contabilidade*, CFC, n 152, 2005.

MARTINS, Eliseu. Bulhões e Lamy: Revolucionários também da contabilidade brasileira. Livro em homenagem aos autores da Lei das S/A, em seu 40º aniversário. No prelo.

RICHARD, Jacques, The concept of fair value in French and German accounting regulations from 1663 to 194 and its consequences for the interpretation of the stages of development of capitalist accounting. *Critical Perspectives on Accounting*, Elsevier, 825-850, 2005.

SANGSTER, Alan, The Genesis of Double Entry Bookkeeping. *The Accounting Review*, AAA, Vol. 91, 2016.

ZEFF, Stephen A., A Evolução do IASC para o IASB e os Desafios Enfrentados. *Revista de Contabilidade e Finanças*, FEA/USP, v. 25, 2014.

## CAPÍTULO 4

GITMAN, LAURENCE J. Princípios da Administração Financeira, Porto Alegre: Bookman, 2001

ROSS, STEPHEN A. ET ALII. Princípios de Administração Financeira. São Paulo: Atlas 2002.

DAMODARAN, ASWATH. Avaliação de Investimentos: ferramentas e técnicas para determinação de valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro. Qualitymark, 1999.

COPELAND, Thomas E. Avaliação de Empresas “Valuation”. São Paulo: Makron Books, 2000.

WILLIAMS, JOHN B. The Principles of Investment Value, Harvard University Press, 1938.

PÓVOA, ALEXANDRE. Valuation como precificar ações. Rio de Janeiro. Elsevier Editora. 2012

STEWART III, G. B. et al. Em busca do valor: o guia de EVA para estrategistas. Porto Alegre: Bookman, 2005. 656p.

BODIE, Zvie. Fundamentos de Investimentos. 3 ed. Porto Alegre: Bookman, 2000. ASWATH DAMODARAN. Finanças Corporativas Aplicadas: Manual do Usuário, 2002

ALEXANDRE ASSAF NETO. Matemática Financeira e Suas Aplicações - Alexandre Assaf Neto. Editora Atlas. 2007

MATARAZZO C. DANTE. Análise Financeira de Balanços. 6ª edição - 2007

## CAPÍTULO 5

ALSFORD, Jessica et al. Embeding Sustainability into Valuation: a Global Framework for Analysing Environmental, Social and Governance Risks and Opportunities. New York: Morgan Stanley, 2015.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS – ANBIMA. Classificação Anbima de Fundos: Sustentabilidade/Governança. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/nova-classificacao-de-fundos/Pages/default.aspx>, acessado em abril/2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução 4.327/2014. Brasília: Banco Central, 2014. BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES, ICO2:

Conhecendo o Índice, apresentação realizada no VII Workshop de Signatários do PRI no Brasil, outubro/2012.

BM&FBOVESPA. Metodologia ISE. Disponível em:

<http://www.isebvmf.com.br/index.php?r=site/conteudo&id=90>, acessado em abril/2016.

Índice Carbono Eficiente ICO2 – Metodologia Completa, São Paulo: BM&FBOVESPA, última atualização em abril/2013.

BOENER, Hank. Environmental, Social and Governance Concerns Converging on the Corporate World in Corporate Finance Review, n. 13, v. 1. Jul/Ago 2008.

BRADESCO ASSET MANAGEMENT. Investimentos Responsáveis. Disponível em: <http://www.bradescoasset.com.br/>, acessado em abril/2016.

BUOSI, Maria Eugênia dos Santos. Estudo de Correlação e Causalidade entre o Desempenho Financeiro e da Eficiência no Combate às Emissões de Gases de Efeito Estufa das Empresas do Mercado de Capitais Brasileiro. Dissertação de Mestrado – Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2014.

BUOSI, Maria Eugenia dos S., DUTRA, Paula Hebling. Responsible Investment in Brazil – Materiality and Evolution of ASG Issues in the Investment Process. Apresentado na XII Conferência da Sociedade Internacional de Economia Ecológica. Rio de Janeiro, 2012.

BUOSI, Maria Eugenia dos S. et al. Investimentos Responsáveis: variáveis relevantes para o mercado de capitais brasileiro. São Paulo: Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo, 2012. Working Paper.

CFA INSTITUTE. Environmental, Social and Governance Issues in Investing: a guide for investment professionals. CFA Institute, 2015.

CNSEG. Diretrizes de Integração das Questões Ambientais, Sociais e de Governança Corporativa à Indústria de Seguros, Saúde Suplementar, Previdência Privada e Capitalização. Rio de Janeiro: CNSeg, 2015.

CONSELHO NACIONAL DAS EMPRESAS PELO DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL

– CEBDS. Mercados do Amanhã: Tendências Globais e suas Implicações para as Empresas.

Traduzido de Tomorrow's Market: Global Trends and Their Implications for Business. Rio de Janeiro: WBCSD, UNEP & WRI, 2002.

COPELAND, Thomas E. Avaliação de Empresas “Valuation”. São Paulo: Makron Books, 2000.

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de Empresas. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DOW JONES SUSTAINABILITY INDEX – DJSI. Dow Jones Sustainability Index Methodology. S&P Dow Jones Indices, 2014.

ECCLES, Robert G. et al. The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behaviour and Performance. Working Paper, Harvard Business School. 2011.

ELKINGTON, J. Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century business. Gabriola Island: New Society Publishers, 1998.

EQUATOR PRINCIPLES. About the Equator Principles. Disponível em: <http://www.equator-principles.com/index.php/about-ep>, acessado em abril/2016.

European Federation of Financial Analysts Societies – EFFAS. KPI’s for ASG 3.0. Frankfurt: EFFAS, 2010.

EUROSIF. European SRI Study. Brussels: Eurosif, 2014.

FINANCIAL TIMES STOCK EXCHANGE SUSTAINABILITY INDEX – FTSE4GOOD.

FTSE4Good Index Inclusion Criteria: Thematic Criteria and Scoring Framework. FTSE, 2013.

GRI-G4 Guidelines. Amsterdam: GRI, 2013.

GLOBAL REPORTING INITIATIVE, GRI. Defining What Matters: do companies and investors agree on what is material? Amsterdam: GRI, 2016.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. Guia de

Sustentabilidade para as Empresas, 1<sup>a</sup> Ed. São Paulo: IBGC, 2007.

Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, 4<sup>a</sup> Ed. São Paulo: IBGC, 2010.

INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL – IIRC. A estrutura internacional para relato integrado. IIRC, 2013.

INVESTMENT LEADERS GROUP. The Value of Responsible Investment: the moral, financial and economic case for action. CAMBRIDGE: Institute for Sustainable Leadership, 2014

JEUCKEN, Marcel & BOUMA, Jan Jaap. The Changing Environment of Banks, in BOUMA et al. Sustainable Banking – the greening of finance. Sheffield: Greenleaf Publishing Limited in association with Deloitte & Touche, 2001.

JOHANNESBURG STOCK EXCHANGE – JSE. SRI Index – Background and Criteria. Johanesburgo: JSE, 2014.

LEMME, Celso F. O Papel do Setor Financeiro na Promoção de uma Economia Sustentável no Brasil. Brasilia: BID, 2012.

MINISTÉRIO DO MEIO AMBIENTE. Protocolo Verde. Brasília: MMA, 2009.

OCEAN TOMO. Annual Study of Intangible Asset Market Value 2015. Press release disponível em: <http://www.oceantomo.com/blog/2015/03-05-ocean-tomo-2015-intangible-asset-market-value/>, acessado em abril/2016.

PNUMA. Economia Verde – Relatório Síntese. Genebra: PNUMA, 2012.

ROWLEDGE, Lorinda R. et al. Mapping the Journey: Case Studies in Strategy and Action Towards Sustainable Development. Sheffield: Greenleaf Publishing, 1999.

S&P INDICES. S&P U.S. Carbon Efficiency Index Methodology. S&P Indices, 2012. SUKHDEV, Pavan. Corporation 2020. Washington: Islandpress, 2012.

SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA. v.u., Resp 650.728/SC, Rel. Min. Herman Benjamin,

j. em 23/10/2007, DJe 02/12/2009

SUSTAINABILITY ACCOUNTING STANDARDS BOARD – SASB. Materiality Assessment.

Disponível em: <http://www.sasb.org/materiality/materiality-assessment/>, acessado em abril/2016.

THE NATURAL STEP Cartilha da Sustentabilidade: Step by Natural Step. Alberta: The Natural Step Canada, 2009.

UNEP-FI. Principles for Sustainable Insurance: Signatories and Supporters. Disponível em: <http://www.unepfi.org/psi/signatory-companies/>, acessado em abril/2016.

UNEP-FI & FEBRABRAN. O Sistema Financeiro Nacional e a Economia Verde. São Paulo: FE-

BRABAN, 2014.

UNEP-FI & UNPRI. Universal Ownership: Why environmental externalities matter to institutional investors. London: UNPRI, 2011.

Fiduciary Duty on the 21st Century. London: UNPRI, 2015.

UNITED NATIONS. Our Common Future. Report of the World Commission of Environment and Development, 1987.

UNPRI. Integrated Analysis: how investors are addressing environmental, social and governance factors in fundamental equity valuation. London: UNPRI, 2013.

Universal Ownership: Why environmental externalities matter to institutional investors. Londres: UNPRI, 2011.

Signatory Directory. Disponível em: <https://www.unpri.org/directory/>, acessado em março/2016.

PRI Reporting Framework – 2016 Main Definitions. London: UNPRI, 2016.

VINHA, Valeria; As empresas e o desenvolvimento sustentável: a trajetória da construção de uma convenção, in HAY, Peter H., Economia do Meio Ambiente: teoria e prática, 2<sup>a</sup> Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

WBCSD, Overview and History. Disponível em: <http://www.wbcsd.org/about.aspx>, acessado em abril/2016.

WORLD ECONOMIC FORUM. Global Risks 2014. Geneva: WEF, 2014.

WILLARD, Bob The Sustainability Advantage: Seven Business Case Benefits of a Triple Bottom Line. Gabriola Island: New Society Publishers, 2002.

The New Sustainability Advantage. Gabriola Island: New Society Publishers, 2012.

CISL. Rewiring the Economy. University of Cambridge, 2015.

CMN. Resolução 4.942/2021, Banco Central do Brasil. 2021a

COPELAND, Thomas E. Avaliação de Empresas “Valuation”. São Paulo: Makron Books, 2000.

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de Empresas. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

ELKINGTON, J. Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century business. Gabriola Island: New Society Publishers, 1998.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Portal do Conhecimento, disponível no link IBGC | conhecimento-governanca-corporativa, acessado em 25 de agosto de 2024.

KPMG. Big shifts, small steps. 2022

LABORATÓRIO DE INOVAÇÃO FINANCEIRA. Taxonomia em Finanças Sustentáveis: Desafios e Perspectivas para o Brasil. Rio de Janeiro, 2024.

OCEAN TOMO. Intangible Asset Market Value Study. Disponível em Intangible Asset Market Value Study - Ocean Tomo, acessado em agosto/2024.

UNEP-FI. O Dever Fiduciário no Século XXI. Genebra, 2015.

UNITED NATIONS. Our Common Future. Report of the World Commission of Environment and Development, 1987.

UNPRI. Universal Ownership: Why environmental externalities matter to institutional investors. Londres, 2011.

UNPRI. ESG Integration in Listed Equities: a technical guide. Londres, 2013.

UNPRI. ESG Integration in Sovereign Debt. Londres, 2019.

UNPRI. ESG in credit ratings and ESG ratings, disponível em ESG in credit ratings and ESG ratings | Article | PRI (unpri.org). Londres, 2023.

UNPRI. Principles for Responsible Investment, disponível em About the PRI | PRI Web Page | PRI (unpri.org). Acessado em Agosto/2024

WORLD ECONOMIC FORUM. Global Risk Report 2024. Genebra, 2024.



## VENDA PROIBIDA

Com o objetivo de mostrar a evolução da análise de investimentos, as metodologias mais usadas atualmente e os desafios que o século XXI traz em termos das mudanças conceituais que o investidor vem exigindo cada vez mais, a CVM e a APIMEC Brasil lançam este livro sobre Análise de Investimentos. O Livro apresentará um conteúdo histórico que faz parte do desenvolvimento das metodologias mais usadas pelos analistas nas suas relações com investidores, como a Análise Técnica e a Análise Fundamentalista, destacando também o papel da contabilidade moderna e os desafios de integração das questões ambientais, sociais e de governança corporativa à análise de investimentos. O Livro deixa as portas abertas para o engajamento de outros temas e técnicas importantes, que não puderam ser inseridos nessa 1<sup>a</sup> edição, mas que estão certamente planejadas para as edições futuras.

