TRABALHOS EDITADOS PELO
INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS
EM 1973/1974

AN APPROACH TO CAPITAL MARKETS IN BRAZIL (esgotado)

ANÁLISE SETORIAL — INDÚSTRIA DE FERTILIZANTES

ANÁLISE TRADICIONAL DE BALANÇOS

INTRODUÇÃO AO MERCADO DE CAPITAIS

NOÇÕES BÁSICAS DE ESTATÍSTICA

O MERCADO DE BALCÃO NOS ESTADOS UNIDOS

MERCADO DE ATIVOS FINANCEIROS NO BRASIL (PERSPECTIVA HISTÓRICA E COMPORTAMENTO RECENTE)

POLÍTICA MONETÁRIA E DÍVIDA PÚBLICA

POLÍTICA MONETÁRIA, INFLAÇÃO E O MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL

PUBLIC DEBT MANAGEMENT AND MONETARY POLICY IN BRAZIL

SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO

BANCOS DE INVESTIMENTO: ESTRUTURA E FUNCIONAMENTO

O MERCADO DE CAPITAIS NO JAPÃO
(em fase de impressão)

GRÃOS DE FUTURO: COMO COMPRAR E VENDER **COMMODITIES**
(em fase de impressão)

Revista Brasileira de **Mercado de Capitais**

Uma publicação
IBMEC

Revista Brasileira de

Mercado de Capitais

Vol. 1 - Nº 0 Set./Dez. 1974

A Intermediação no Mercado Financeiro e de Capitais: O Papel das Instituições Financeiras — Uma Exposição Diagramática — **Graeme S. Dorrance**

O Mercado de Ações e seu Público nos Estados Unidos: Uma Análise Comparada de Resultados Empíricos — **José Luiz Melo**

Imobilizações e Reintegrações nas Empresas de Leasing — **A. Lopes Sá**

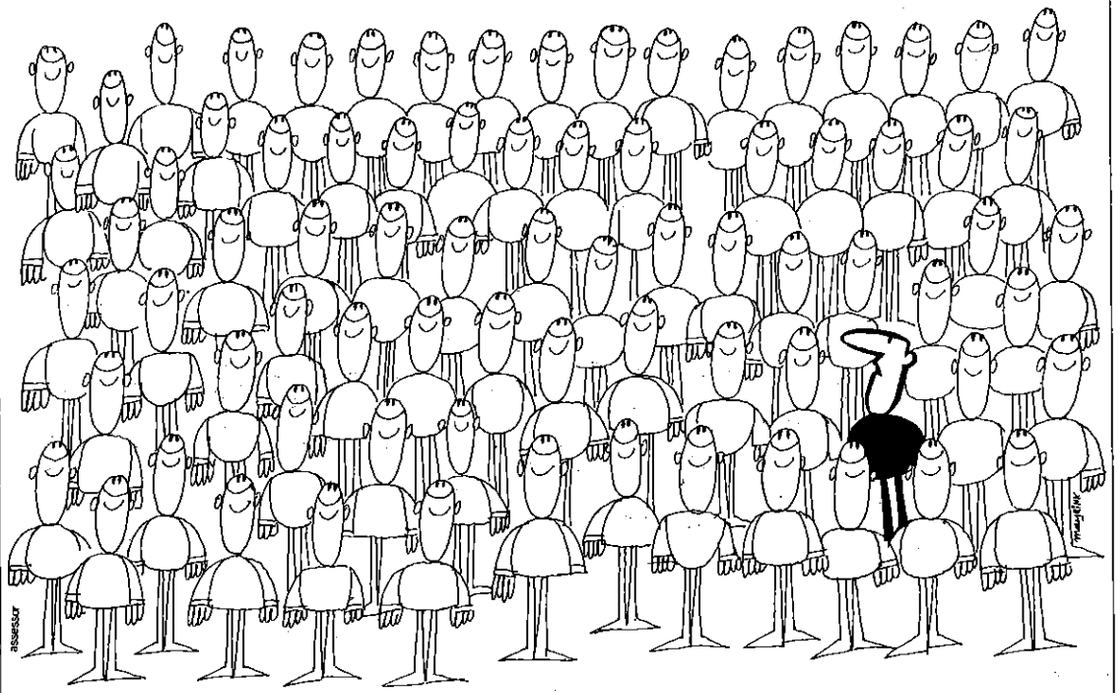
A Técnica Ponto-Figura: Um Estudo de Adequação ao Mercado de Ações no Brasil — **Ivan Vicente Janvrot de Miranda, Luiz Fernando Soares Brandão e Roberto da Cunha Campos**

Alguns Aspectos Pragmáticos da Tomada de Decisão com Especial Referência ao Mercado Bursátil — **Tercio Sampaio Ferraz Junior e Raymundo Magliano Filho**

O Programa de Desenvolvimento de Mercado de Capitais da Organização dos Estados Americanos — **Rolf Luders e José Pedro Ortiz**

P332 678
1

ATEUS E AOS QUE AINDA NÃO ANUNCIAM EM BOLSA.



O casamento tem várias vantagens. Procura que tem.
Um pouco de vinho faz muito bem, especialmente num jantar à luz de vela. Experimente.
Leia mais sobre política. Costuma ser interessante.
Olha, ninguém é de ferro: pode ser que um dia você reze.
E, para quem ainda não anunciou na Revista BOLSA, aí vai uma lista de quem já:

IBM do Brasil — Cia. de Cigarros Souza Cruz — Banco Itaú — Colibra Corretora de Câmbio e Títulos — Empresa Brasileira de Turismo — Japan Airlines — Cia. Cervejaria Brahma — Brant Ribeiro Corretora de Câmbio e Títulos — Banco do Brasil — Banco de Tokyo — Refinaria de Petróleo Manguinhos — Springer Admiral — Veplan Residência — Petróleo Brasileiro, Petrobrás — Caravello Corretora de Valores e Câmbio — Casa José Silva — Gomes de Almeida, Fernandes — Corretora Cabral de Menezes — Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos — Mesbla — Fabrimar — Omega Distribuidora de Títulos e Valores — Restaurante Terrasse — Hotéis Othon — Cia. Vale do Rio Doce — Cia. Siderúrgica Nacional — Corretora Souza Barros Câmbio e Títulos — Cia. Estanífera do Brasil — Fiscotec Editora — Banco do Nordeste do Brasil — Banco Real — Cia. Antárctica Paulista — Casas da Banha — Bamerindus — Banco Bozano Simonsen — ASA, Alumínio e Extrusão — Apolo Produtos de Aço — Banco Brasileiro de Descontos — City Bank — Metalúrgica Gerdau — Lojas Americanas — Light — Livraria José Olympio — Mazza Corretora de Títulos e Valores Mobiliários — Moinho Fluminense — Novo Rio — Paskin — Springer Refrigeração — Tecnosolo — Banco União Comercial — Cia. Docas de Santos — Siderúrgica Açonorte — Ney Carvalho Corretora de Valores — Banco Mercantil de São Paulo — Banco Crecif de Investimentos — Carlos Liberal Corretora de Valores Mobiliários — Banco de Investimentos do Brasil — Sigma — Mobral — Tamoyo Corretora de Títulos e Valores Mobiliários — Copeg — Marka Corretora de Títulos e Valores Mobiliários — Siderúrgica Riograndense — Sávio Corretora de Câmbio e Valores — Residência — Mineração Trindade — Banco da Bahia — Sindicato dos Despachantes Aduaneiros do Estado da Guanabara — Phillps Distribuidora de Títulos e Valores — Senasa — Cia. Metalúrgica Barbará — Faculdades Integradas Bennett — Fundo de Investimentos Crescinco — Gefisa Corretora de Câmbio e Valores — Cia. de Pneus Tropical — Corretora Nacional de Fundos Públicos — Construtora Mendes Júnior — Ecisa — Germani Cia. Paranaense de Alimentos — Denasa Corretora de Valores Mobiliários — Banco do Estado do Ceará — Codesbra Corretora de Títulos e Valores Mobiliários — Banco Holandês Unido — Alexandre Dale Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários — Banco Aymoré de Investimentos — Banco Econômico — Banco do Estado de Goiás — Delmonte Corretora de Títulos e Valores Mobiliários — Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais — Jacel Jambock Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários — M.D. Equipamentos — Metalon — Umuarama Corretora de Títulos e Valores Mobiliários — Mandarino Corretora de Câmbio e Valores — Brant Ribeiro Corretora de Câmbio e Títulos — Fator Corretora de Títulos — Marka Internacional Comércio e Representações — Cia. Siderúrgica Hime — Banco da Bahia Investimentos.

Rio de Janeiro: 221-9934 e 221-1109;
São Paulo: 36-2149 e 33-1068;
Salvador: 3-7148; Fortaleza: 26-2974.

Anuncie em BOLSA
60 mil exemplares todas as segundas-feiras

BIBLIOTECA DO RIO DE JANEIRO

Uma publicação IBMEC

Revista Brasileira de

Mercado de Capitais

Vol. 1 - Nº 0 Set./Dez. 1974

Revista quadrimestral do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais — IBMEC

Registrada no DPF sob o n.º 1.295 — P.209/73

CARIOCA

EXPEDIENTE

Diretor Responsável
HORACIO DE MENDONÇA NETTO

Editor Geral
JOÃO REGIS RICARDO DOS SANTOS

Coordenador Editorial
LEARTE SAINT-CLAIR

Supervisor Administrativo
MARIO FELINTO HALL CAVALCANTE

Editor Assistente
MIGUEL DIRCEU FONSECA TAVARES

Secretário Executivo
MARCO ANTONIO AMARAL DE SOUZA

CONSELHO EDITORIAL — Horacio de Mendonça Netto, João Regis Ricardo dos Santos, Learte Saint-Clair, Miguel Dirceu Fonseca Tavares, Ivan Vicente Janvrot de Miranda e Nelson Laks Eizirik.

Os artigos assinados desta Revista são de responsabilidade exclusiva dos autores. É permitida a reprodução total ou parcial, desde que citada a fonte.

Correspondência redatorial: **Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais.**

Correspondência comercial: Departamento de Publicações, Av. Beira Mar s/n.º anexo ao MAM. Tels.: 224-1680 e 242-2343, Caixa Postal 6047, ZC-39, Rio de Janeiro, GB.

Número avulso		Cr$ 20,00
Número atrasado		Cr$ 22,00
Assinaturas		
Um ano	Nacional	Cr$ 60,00
	Exterior	Cr$ 120,00

Composta e impressa na Companhia Gráfica Lux, Estr. do Gabinal, 1521, Freguesia — Jacarepaguá, Rio de Janeiro, GB.

P 332.678
1974

SUMÁRIO

A Intermediação no Mercado Financeiro e de Capitais: O Papel das Instituições Financeiras — Uma Exposição Diagramática — Graeme S. Dorrance 7

O Mercado de Ações e seu Público nos Estados Unidos: Uma Análise Comparada de Resultados Empíricos — José Luiz Melo 29

Imobilizações e Reintegrações nas Empresas de Leasing — A. Lopes Sá 57

A Técnica Ponto-Figura: Um Estudo de Adequação ao Mercado de Ações no Brasil Ivan Vicente Janvrot de Miranda, Luiz Fernando Soares Brandão e Roberto da Cunha Campos 95

Alguns Aspectos Pragmáticos da Tomada de Decisão com Especial Referência ao Mercado Bursátil — Tercio Sampaio Ferraz Junior e Raymundo Magliano Filho 145

O Programa de Desenvolvimento de Mercado de Capitais da Organização dos Estados Americanos — Rolf Luders e José Pedro Ortiz 167

INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS

O Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais — IBMEC é uma Instituição sem fins lucrativos, cujos principais objetivos são: promover, direta ou indiretamente, a formação e aprimoramento de pessoal técnico em todos os níveis de atividades no Mercado de Capitais; desenvolver programas de pesquisas na área de interesse do Mercado de Capitais e, quando solicitado, elaborar estudos especiais e prestar assessoria a entidades públicas e privadas.

CONSELHO DIRETOR: **Presidente:** Casimiro Antonio Ribeiro; **Vice-Presidente:** Carlos de Almeida Liberal; **membros:** Jorge Gerdau Johannpeter, Carlos Moacir Gomes de Almeida, Sergio Augusto Ribeiro, Carlos Brandão, Luiz Tápias e Ronaldo A. da Frota Nogueira.

Conselho Consultivo: Antonio Delfim Neto, Ernane Galvêas, Jarbas Gonçalves Passarinho, João Paulo dos Reis Veloso, Luiz Simões Lopes, Marcos Pereira Vianna, Mário Henrique Simonsen e Roberto Teixeira da Costa.

Diretor Geral: Horacio de Mendonça Netto
SEDE: Av. Beira Mar, s/nº — anexo ao MAM — Caixa Postal 6047
ZC-39 — Tels.: 224-1680 e 242-2343 — Rio de Janeiro — GB.

Revista brasileira de mercado de capitais, ano 1- n. 0- set./dez. 1974- Rio de Janeiro, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1974-

v. 23 cm quadrimestral

1. Mercado de capitais — Periódicos. I. Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais.

CDU 332.61/.63 (05)
CDD 332.67805

Um jeito alegre de trabalhar com um Banco jovem todos os dias.

O BEG acha que um Banco atualizado precisa acompanhar toda a evolução da tecnologia bancária. Ele foi o primeiro Banco a implantar o sistema em linha em que, através de terminais nos guichês, o computador atualiza sua conta no ato em que você apresenta o seu cheque ou faz seu depósito. Tudo isso em segundos. E o BEG faz mais para você. Em grandes obras que o Governo da Guanabara vem realizando para você viver numa cidade melhor, o BEG também está presente. Você faz parte deste desenvolvimento. E ganha com ele.

BEG
BANCO DO ESTADO DA GUANABARA S.A.
— O Banco do cheque verde.

NOTA DO EDITOR

A inexistência de uma revista de alto nível técnico voltada para a exploração e discussão de temas identificados com a problemática do Mercado de Capitais, constituía uma lacuna cada vez mais incompatível com o ritmo do desenvolvimento verificado no Sistema Financeiro nacional. A fertilidade do campo financeiro, ainda relativamente novo e pouco explorado, é extremamente elevada para a criação intelectual.

Embora não haja dúvidas quanto à importância da intermediação financeira no processo de desenvolvimento econômico, a própria natureza e direção das relações de causalidades entre o desenvolvimento econômico e o desenvolvimento financeiro são temas capazes de suportar acalorada discussão.

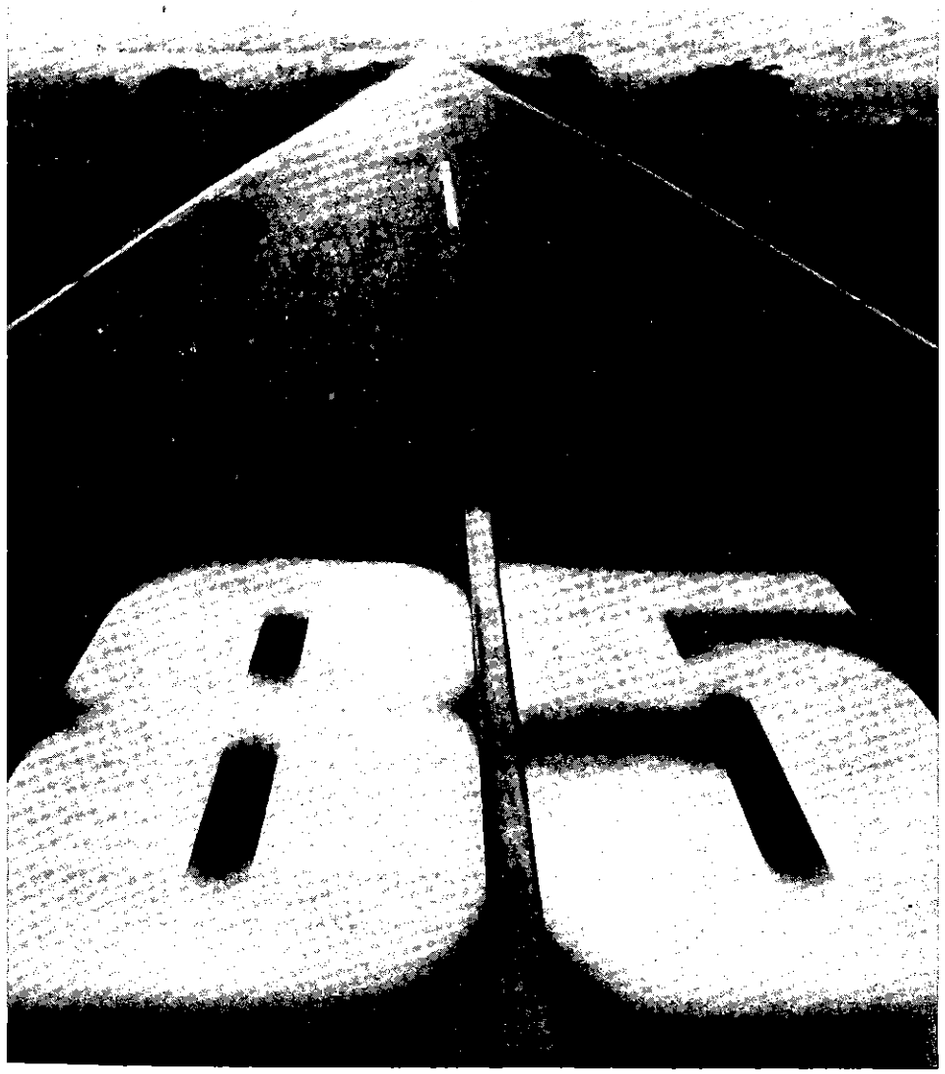
A Revista Brasileira de Mercado de Capitais pretende ser o veículo mais adequado no Brasil para a apresentação e debate de temas de interesse da comunidade financeira. Sua ampla divulgação junto ao meio acadêmico e a empresários e executivos do setor financeiro, certamente significará um passo relevante no sentido de conscientizar a inteligência nacional da importância da pesquisa, do estudo aprofundado e da meditação acurada, na identificação, equacionamento e busca de soluções para os problemas inerentes ao mercado de capitais. A amplitude deste desafio justifica o longo processo de maturação que antecedeu a efetiva publicação desta Revista pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais.

Nesta oportunidade, é importante que **jure et facto** registremos nossas homenagens aos companheiros João Regis Ricardo dos Santos — responsável pelo Departamento de Estudos e Pesquisas — a quem atribuímos os louros da criação desta Revista, e Learte Saint-Clair — responsável pelo Departamento de Publicações — a quem conferimos o sucesso da qualidade editorial de nossas publicações.

HORACIO DE MENDONÇA NETTO
Diretor Responsável

O mais gostoso quando se faz 85 anos
é poder olhar o futuro.

BANCO DE CRÉDITO REAL
DE MINAS GERAIS S. A.



A Intermediação no Mercado Financeiro e de Capitais: o Papel das Instituições Financeiras — Uma Exposição Diagramática

Graeme S. Dorrance [1] *

1. A complexidade do sistema financeiro; 2. O mecanismo básico de intermediação; 3. O efeito do custo das transações; 4. O efeito das políticas de reserva; 5. **Habitats** preferidos; 6. Algumas conclusões.

1. A COMPLEXIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO

Se as configurações dos ativos que as unidades econômicas desejam reter fossem as mesmas que as configurações das obrigações que os devedores desejam assumir, mercados relativamente simples poderiam servir como canais para a distribuição de obrigações aos detentores de ativos. Desta forma, as instituições financeiras não passariam de corretores, aproximando devedores e credores. Entretanto, devido ao fato de serem essas configurações tão marcadamente diferentes é que os sistemas financeiros são complexos.

Em primeiro lugar, o processo de transformação financeira consiste não só em reunir um número relativamente grande de fluxos de recursos relativamente pequenos, decorrentes de poupança que os detentores de ativos desejam colocar de forma conveniente e segura, mas também em usar esses recursos, juntamente com os pagamentos de empréstimos anteriores, para proporcionar um número relativa-

1 Este artigo não deve ser considerado representativo dos pontos de vista do Fundo Monetário Internacional.

* Graeme S. Dorrance é "master" em Economia e História e Consultor do Fundo Monetário Internacional.

mente pequeno de empréstimos relativamente grandes[2], em geral de uma forma que atenda aos desejos objetivos de aquisição de capital por parte do devedor. Em síntese, esse processo tende a representar uma transferência de recursos dos mercados a curto prazo e de outros, para o mercado a longo prazo. Quaisquer influências que sirvam de obstáculo a essa transferência (quais sejam, custos de transações, exigências ou tradições de taxas de reserva elevadas, ou pagamentos de juros sobre reservas) limitarão a extensão da transformação e tenderão a restringir diversos tipos de financiamento aos seus "habitats" preferidos. Anulando a segmentação de mercado decorrente da divergência de desejos entre credores e devedores, os intermediários financeiros criam elos entre mercados de capitais distintos, unificando-os. Qualquer fator que enfraqueça o processo de intermediação contribui para essa segmentação.

A maioria dos detentores de ativos está disposta a pagar um ágio em troca de liquidez, o mesmo ocorrendo com os devedores no que diz respeito à iliquidez. Por exemplo, nas sociedades abastadas, a maioria das famílias deseja seguros de vida; praticamente nenhuma companhia não financeira (que deseje recursos para investimentos físicos) se encontra preparada para aceitar exigibilidades de seguros de vida. Algumas formas de intermediação são essenciais para transformar as obrigações que os devedores aceitem nos ativos desejados pelos detentores de recursos disponíveis, sendo essa uma das principais funções do sistema financeiro. Aliás, esse papel pode ser apresentado de maneira ligeiramente diferente. Todas as unidades econômicas desejam distribuir suas carteiras de modo a proporcionar o máximo de utilidade compatível com o padrão corrente de taxas de juros. Assim, há uma oportunidade para a ação dos intermediários considerando-se os diferentes desejos dos tomadores e emprestadores finais. Se o intermediário estiver pronto a contrair empréstimos em condições que sejam influenciadas pelos desejos dos credores e a fazer os empréstimos em condições influenciadas pelos desejos dos devedores, poderá aumentar o volume das transações financeiras a serem empreendidas pela comunidade, elevando com isso o nível de bem-estar econômico. É essa a razão de ser da ação dos intermediários financeiros.

A análise dessas operações é complexa principalmente porque, embora as instituições financeiras sejam essencialmente intermediárias entre mercados segmentados, estes são interdependentes e não independentes, sendo as próprias escalas de demanda e oferta de cada mercado também interdependentes. Os desejos divergentes dos tomadores e emprestadores finais não são rigidamente limitados; há

2 Mesmo na área de crédito pessoal, a maioria dos empréstimos hipotecários, embora seja pequena em comparação a empréstimos pessoais para financiamento de atividades de negócio, é grande relativamente à média dos depósitos em instituições de crédito hipotecário.

ajustamentos marginais de devedores e credores, atendendo a variações nas condições relativas para obtenção e para disponibilidade dos diversos tipos de ativos e obrigações.

Ao mesmo tempo, a demanda de todos os ativos é relacionada com a oferta de crédito nos mercados financeiros. A oferta de crédito, principalmente (mas não com exclusividade) pelos bancos, transfere recursos para os devedores, tornando-os disponíveis imediatamente ou após dispêndio com recursos físicos, para depósito no sistema financeiro. Assim, a demanda de ativos financeiros pela comunidade é, em grande parte, produto da oferta de crédito, significando que as variações de demanda e oferta de ativos financeiros são interdependentes.

Um tipo diferente de interdependência torna difícil a identificação do sistema financeiro, o qual apresenta ramificações complexas. Basicamente, o sistema compreende instituições (como a maioria dos bancos de depósitos, companhias de seguros, etc.) cujas atividades predominantes são a emissão de exigibilidades de que os principais setores econômicos são portadores, e a aceitação de exigibilidades contra os principais setores econômicos[3]. O sistema engloba também dois outros tipos de instituições: as que proporcionam serviços a outras instituições financeiras (como as câmaras de compensação do Reino Unido), e as que exercem influência sobre outras instituições financeiras (como os bancos centrais).

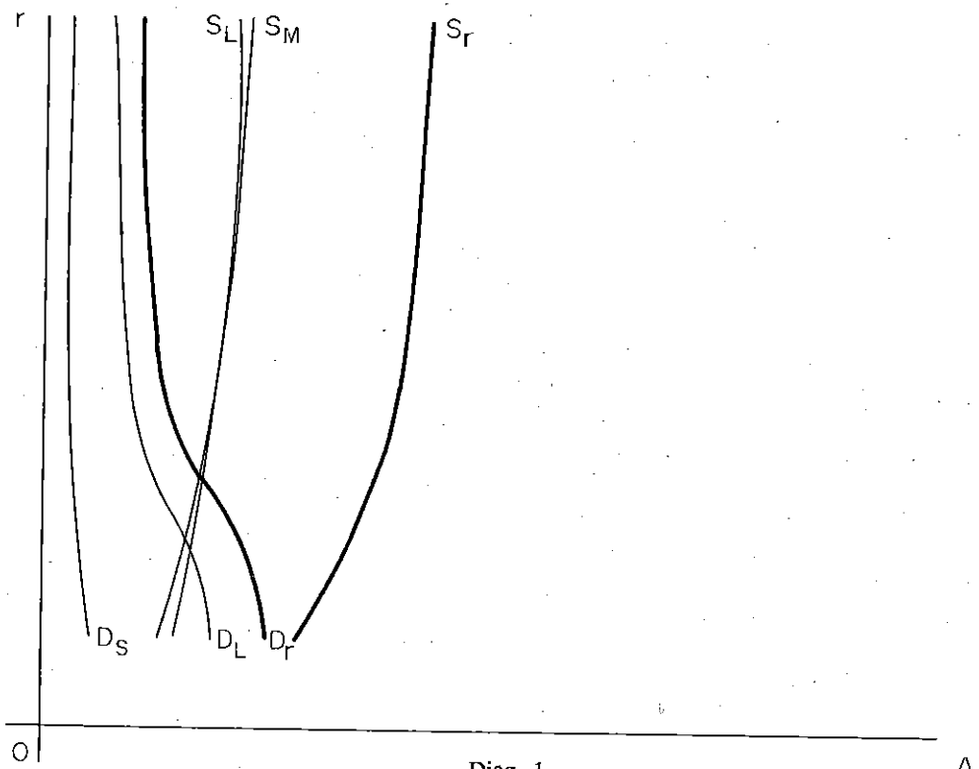
É difícil definir, nesse complexo, o papel das instituições governamentais de administração da dívida, desempenhando o banco central, normalmente, dois papéis. A dívida do governo central pode em muitos casos estar em mãos de unidades econômicas primárias, mas as emissões da dívida pública são importantes reservas de ativos secundários para as instituições financeiras. As alterações na disponibilidade desses ativos e na estrutura de seus vencimentos são elementos importantes de política financeira nacional.

2. O MECANISMO BÁSICO DE INTERMEDIAÇÃO

Com base nesses postulados, é possível considerar alguns aspectos estruturais do sistema financeiro sob forma diagramática. Devem ocorrer reações dinâmicas dentro desse arcabouço estrutural.

Se partirmos das hipóteses de que em cada período existem fluxos constantes de oferta e demanda de fundos para empréstimo nos mercados financeiros, a cargo de dois grupos identificáveis (famílias e empresas não financeiras) e de que esses fundos são essencialmente de dois tipos — de longo e de curto prazos — as variações de mercado

3 Transações com não residentes não serão consideradas no contexto deste trabalho.



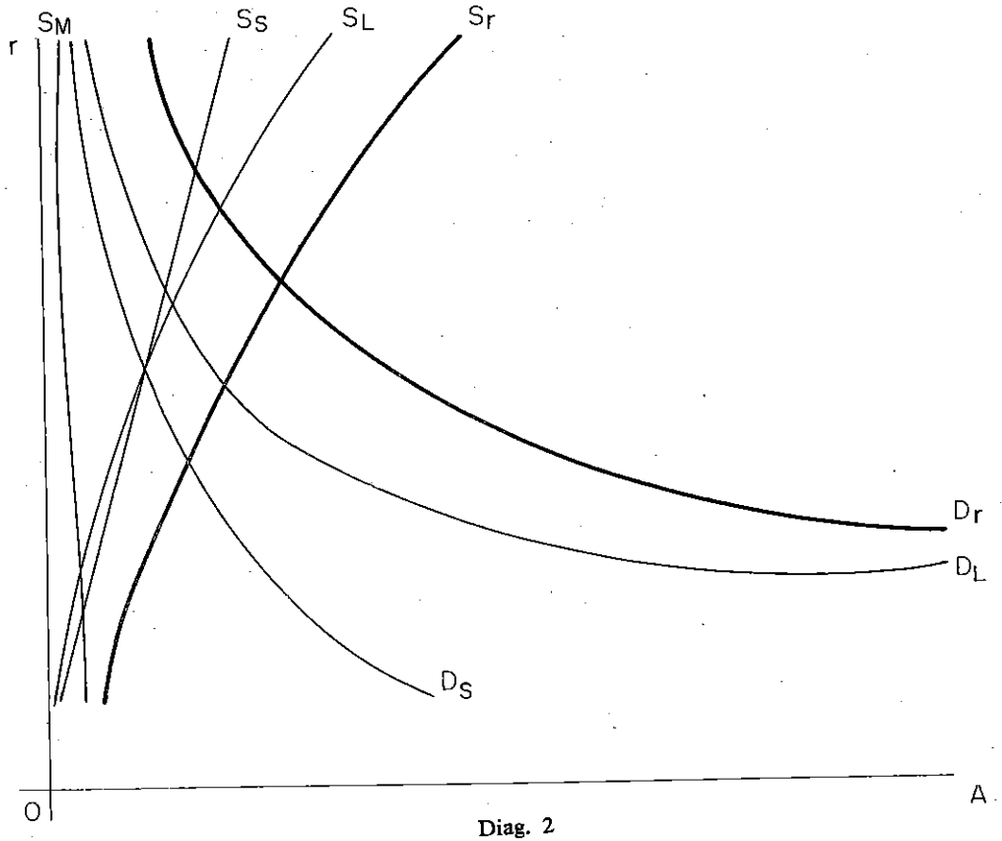
Diag. 1

a que obedecem as instituições financeiras serão talvez semelhantes às apresentadas nos diagramas 1 e 2. Nesses diagramas, a demanda e a oferta de recursos nos mercados financeiros são apresentadas por curvas relacionando as taxas de juros (medidas nos eixos verticais) às quantias oferecidas e procuradas (medidas nos eixos horizontais)[4].

Com dados níveis de renda e riqueza, é de se esperar que as famílias reajam a alterações na taxa de juros (O_r) de maneira semelhante à delineada no Diagrama 1. É de se supor que sua demanda de ativos do tipo depósito (ou seja, dinheiro e quase-dinheiro) seja semelhante à da curva S_m. Da mesma forma, sua demanda de ativos

4 Os Diagramas 1, 2 e 3, com seus derivados, Diagramas 4-12, apresentam dados simplificados baseados em pressuposições aproximadas referentes às elasticidades das diversas demandas e ofertas. Os valores dessas demandas e ofertas de taxa de juros r_E (Diagrama 3) são das ordens relativas de grandeza dos fluxos reais no Reino Unido, em 1966 (V. Alan Roe, **The Financial Interdependence of the Economy, 1957-1966 — A Program for Growth** n.º 11 Departamento de Economia Aplicada, Universidade de Cambridge, 1972).

a longo prazo — que se presume aqui seja inteiramente uma demanda de seguros de vida, (a única demanda importante e positiva das famílias por ativos financeiros de longo prazo, nos países com mercados de capital altamente desenvolvidos, como a Austrália, Canadá, Alemanha, Reino Unido e Estados Unidos) [5] — pode ser representada por S_L. É provável que as configurações da demanda de empréstimos por parte das famílias sejam semelhantes às das curvas D_s (demanda de financiamento a curto prazo) e D_L (demanda de financiamento a longo prazo), sendo $D_L > D_s$. Para praticamente todas as taxas de juros, o suprimento total de recursos ao mercado de capitais (S_T)



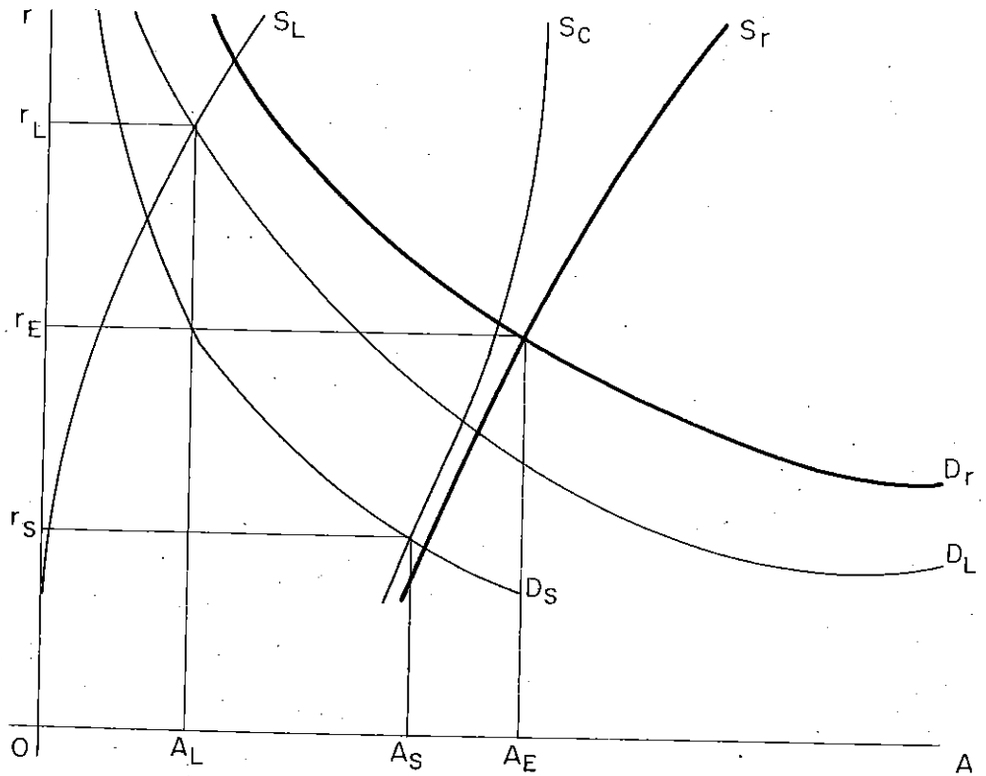
Diag. 2

5 Veja o Relatório Anual de 1967, p. 36, do Fundo Monetário Internacional e o Suplemento sobre Fluxo de Recursos, 1966-67 a 1970-71 e Boletim Estatístico de abril de 1973, do Banco de Reserva da Austrália.

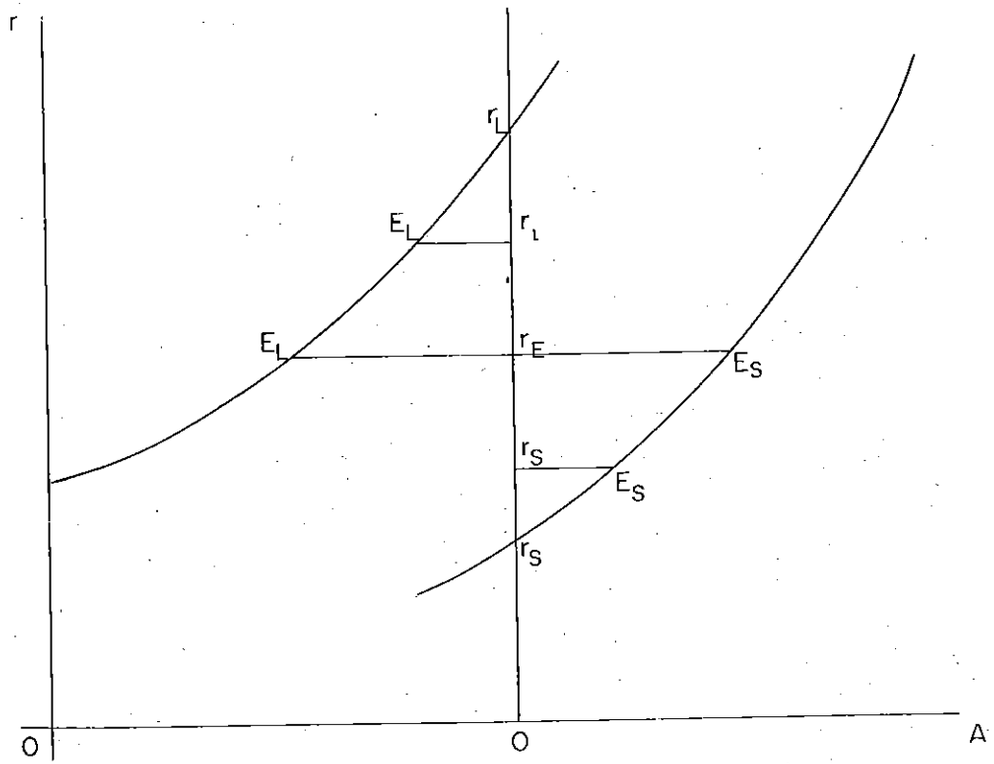
proveniente do **setor famílias** deverá ser maior do que a sua demanda total (D_T), com o setor tendendo a ser superavitário.

De modo similar, a configuração das reações empresariais com relação a alterações na taxa de juros será provavelmente semelhante à delineada no Diagrama 2. Com a maioria das taxas de juros, a demanda de ativos financeiros pelas empresas deverá ser inferior a sua demanda de empréstimos para financiar investimento físico (a demanda de dinheiro e quase-dinheiro — SM — chega a ter probabilidades de se mostrar negativa). A tendência das empresas é apresentar "deficits" financeiros líquidos. Com taxas de juros baixas (ou seja, quando o custo de financiamento é acentuadamente inferior à eficiência marginal do investimento), a demanda de empréstimos deverá ser altamente elástica.

Os mercados financeiros surgem em grande parte para reconciliar os desejos contraditórios representados nos Diagramas 1 e 2.



Diag. 3



Diag. 4

A conjunção desses desejos numa só estrutura de mercado financeiro é representada no Diagrama 3. Se, por motivos de precaução ou motivos semelhantes, o fluxo de recursos a curto prazo para o mercado a curto prazo fosse restringido, prevaleceria o equilíbrio com uma taxa de juros a curto prazo de Or_S e fluxos de OA_S: a taxa de equilíbrio a longo prazo seria Or_L com fluxos de OA_L[6].

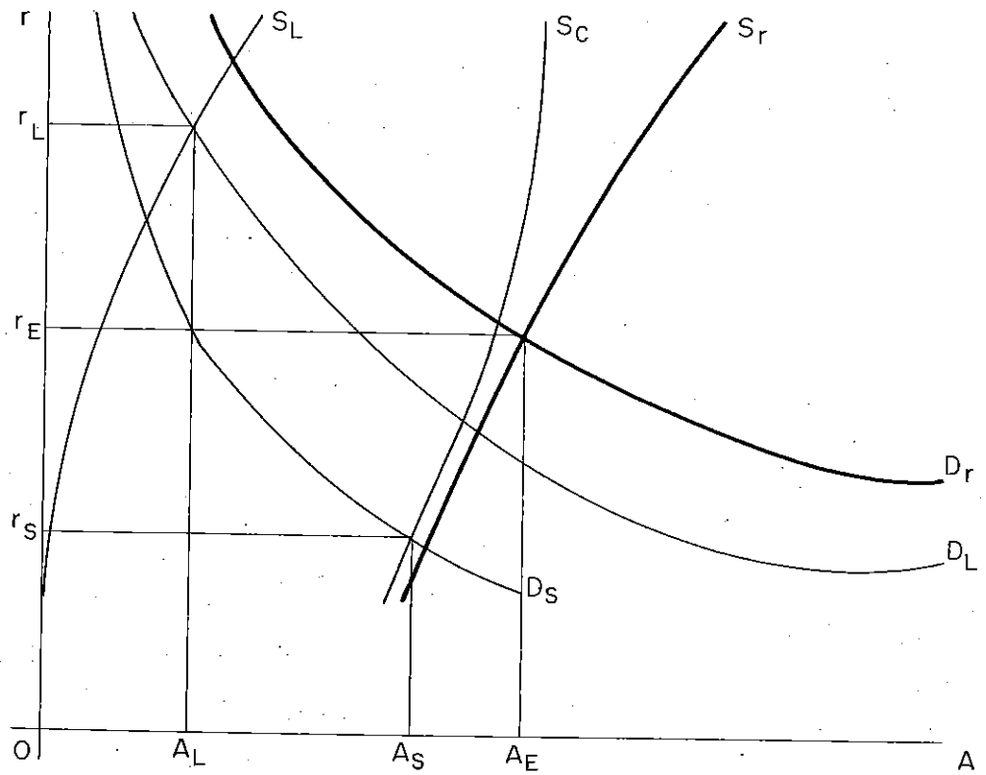
O Diagrama 3 pode ser sintetizado no Diagrama 4 que apresenta as curvas excedentes de demanda e oferta derivadas do Diagrama 3. Com mercados distintos, há dualidade de equilíbrio a taxas de juros de Or_S e Or_L, sem excesso de oferta ou de demanda em qualquer dos dois mercados. Entretanto, se algum intermediário se dispuser a contrair empréstimos a curto prazo a qualquer taxa acima de Or_S e conceder empréstimos a longo prazo a qualquer taxa abaixo de

6 Cumpre lembrar que esta exposição é extremamente simplificada. D_S e D_L dependem do valor do OA_E, e D_S depende de OR_L, dependendo D_L de Or_S, ou seja das taxas de juros a longo e curto prazo que surgem após a intermediação.

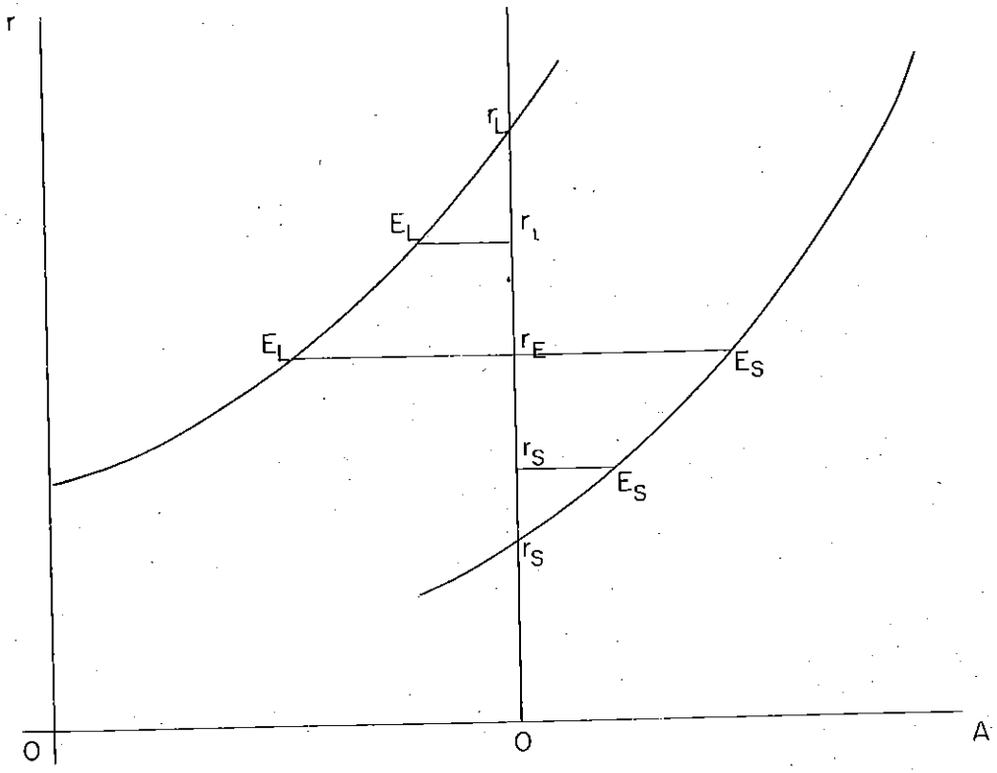
proveniente do **setor famílias** deverá ser maior do que a sua demanda total (D_T), com o setor tendendo a ser superavitário.

De modo similar, a configuração das reações empresariais com relação a alterações na taxa de juros será provavelmente semelhante à delineada no Diagrama 2. Com a maioria das taxas de juros, a demanda de ativos financeiros pelas empresas deverá ser inferior a sua demanda de empréstimos para financiar investimento físico (a demanda de dinheiro e quase-dinheiro — SM — chega a ter probabilidades de se mostrar negativa). A tendência das empresas é apresentar "deficits" financeiros líquidos. Com taxas de juros baixas (ou seja, quando o custo de financiamento é acentuadamente inferior à eficiência marginal do investimento), a demanda de empréstimos deverá ser altamente elástica.

Os mercados financeiros surgem em grande parte para reconciliar os desejos contraditórios representados nos Diagramas 1 e 2.



Diag. 3



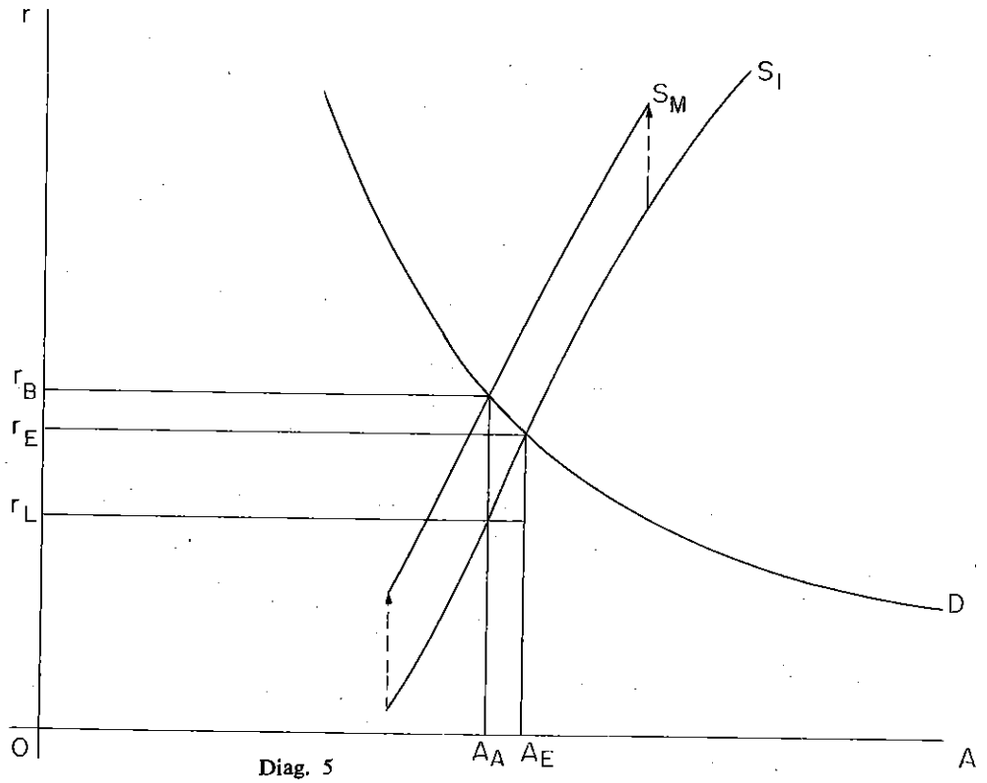
Diag. 4

A conjunção desses desejos numa só estrutura de mercado financeiro é representada no Diagrama 3. Se, por motivos de precaução ou motivos semelhantes, o fluxo de recursos a curto prazo para o mercado a curto prazo fosse restringido, prevaleceria o equilíbrio com uma taxa de juros a curto prazo de Or_S e fluxos de OA_S: a taxa de equilíbrio a longo prazo seria Or_L com fluxos de OA_L.[6]

O Diagrama 3 pode ser sintetizado no Diagrama 4 que apresenta as curvas excedentes de demanda e oferta derivadas do Diagrama 3. Com mercados distintos, há dualidade de equilíbrio a taxas de juros de Or_S e Or_L, sem excesso de oferta ou de demanda em qualquer dos dois mercados. Entretanto, se algum intermediário se dispuser a contrair empréstimos a curto prazo a qualquer taxa acima de Or_S e conceder empréstimos a longo prazo a qualquer taxa abaixo de

6 Cumpre lembrar que esta exposição é extremamente simplificada. D_S e D_L dependem do valor do OA_E, e D_S depende de OR_L, dependendo D_L de Or_S, ou seja das taxas de juros a longo e curto prazo que surgem após a intermediação.

Or_L, isso satisfará os desejos de ativos por parte dos mutuantes e os de obrigações por parte dos mutuários — aumentando com isso o seu bem-estar (mais obrigações disponíveis a menores taxas de juros e mais ativos a taxas de juros mais altas, consistentes com as preferências de conveniência, devem resultar em maior bem-estar) [7] e proporcionando lucros ao intermediário. Se todos os empréstimos envolvessem risco igual e se o intermediário não se preocupasse com a estrutura de seus balanços, aceitando contrair empréstimos a curto prazo e concedê-los a longo prazo — seria alcançado o equilíbrio (caso inexistissem despesas de transação e de intermediação) a uma taxa de juros de Or_E e com recursos no montante de $r_E E_L$ transferidos dos mercados a curto prazo para os mercados a longo prazo[8].



Diag. 5

7 Este seria um caso em que os critérios de compensação de Hicks-Kaldor seriam satisfeitos com a compensação efetivamente realizada. Em termos modernos, seria um passo no sentido de otimalidade de Pareto.

8 Cumpre notar que a presente argumentação não depende dos valores ou elasticidades das variações individuais, desde que as relações sejam tais que, às respectivas taxas de juros, $S_S > S_L$ e $D_L > D_S$.

Na prática, esse equilíbrio não é alcançado. Há grandes despesas administrativas na intermediação [9] e limites além dos quais os intermediários não estão dispostos a chegar, na aceitação de situações de desequilíbrio entre ativo e passivo, a fim de manterem intacto seu crédito. Muito razoavelmente eles mantêm reservas de caixa e outras reservas de liquidez, que os impedem de realizar todas as suas possibilidades como intermediários. Entretanto, qualquer ação dos intermediários para reconciliar os desejos discordantes de devedores e credores — em termos do Diagrama 4, para elevar o nível das taxas a curto prazo acima de Or_S (contanto que não passe de Or_E) e para reduzir as taxas a longo prazo para abaixo de Or_L (contanto que não desçam abaixo de Or_E) — contribuirá para o bem-estar da comunidade.

Podem ser invocados argumentos semelhantes em relação a outras formas de intermediação — como por exemplo a instituição de seguros de vida para famílias em bases atuariais e financiamento a prazo fixo para investidores — quando os desejos dos credores sejam incompatíveis com os dos devedores e haja intermediários dispostos a aceitar a característica dos desejos do mutuário e, principalmente, do mutuante no sentido de proteção da conveniência de liquidez/iliquidez.

3. O EFEITO DO CUSTO DAS TRANSAÇÕES

Pressupondo uma intermediação completa, mas não perfeita (isto é, pressupondo que as exigibilidades contra os intermediários financeiros sejam os únicos ativos financeiros de que sejam detentores os setores primários e que todos os empréstimos contraídos pelo setor primário sejam obtidos de intermediários) e pressupondo ainda que os intermediários satisfaçam os diversos desejos de devedores e credores, depois de levado em conta o custo das transações, a situação seria semelhante[10] à apresentada no Diagrama 5[11]. A curva de oferta de recursos aos intermediários financeiros (S_I) [12] não seria a mesma curva de oferta aos mutuantes (S_M). Esta equivaleria à primeira depois de reajustada pelo custo das transações a que devem fazer face os intermediários. Tais instituições só podem emprestar a taxas

9 Em 1973, por exemplo, o total das despesas operacionais (incluídos impostos e lucros, mas excluídos os pagamentos de juros) para todos os bancos comerciais nos Estados Unidos, foram iguais a 2,5% do total de suas exigibilidades.
(Boletim da Reserva Federal, maio de 1974, pp. A-16 e A-84).

10 A descrição é semelhante porque aceita os dados dos diagramas anteriores sem reajustamento pelo fato de não se aplicarem as pressuposições dos mesmos (como a de mercados distintos) ao caso de completa intermediação.

11 Esta referência ao custo das transações e posterior descrição do efeito da política de reservas são baseadas num diagrama que me foi mostrado por Roger Alford.

12 Nesta exposição, parte-se do princípio de que os intermediários financeiros pagam juros a todos que lhes fornecem recursos. Isso pode tomar a forma de não cobrar serviços prestados a depositantes, etc.

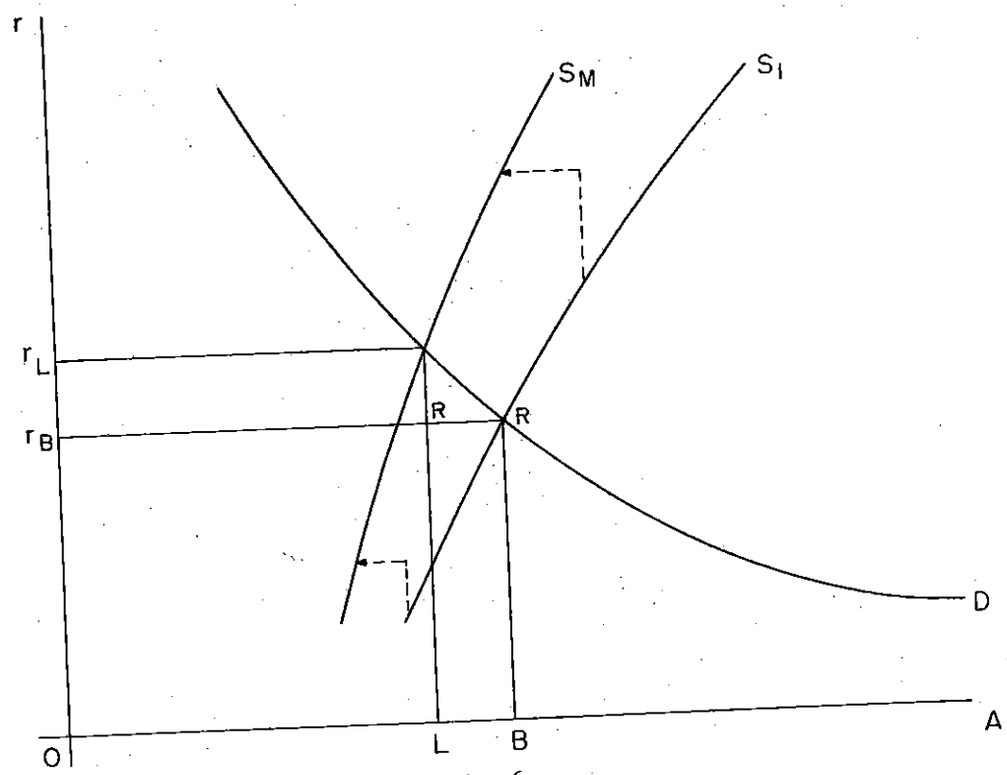
que as reembolsem das despesas com suas transações. Em outras palavras, a curva de oferta aos mutuários é igual à curva de oferta aos intermediários acrescida (isto é, as linhas interrompidas dos Diagramas 7 e 5) da importância dos custos de transação. Portanto, a taxa que os intermediários podem oferecer aos mutuantes do setor privado (Or_L) será inferior à taxa de equilíbrio, excluídos os custos de transação (Or_E), e a taxa cobrada aos mutuários (Or_B) tem que ser mais alta. Conseqüentemente, o volume das transações com intermediários (OA_A) tem que ser inferior ao volume de equilíbrio menos os custos de transação (OA_E).

4. O EFEITO DAS POLITICAS DE RESERVA

Na prática, é pouco realista a suposição de que as instituições financeiras empreenderão de maneira completa a simples intermediação em qualquer economia. Há limites que elas se dispõem a transpor no processo de contrair empréstimos a curto prazo ou concedê-los a longo prazo. Assim é que costumam descontar o valor realizável de seus ativos para dar margem aos riscos de crédito e manter ativos isentos de risco, para garantir a solvência de suas obrigações. Em resumo, qualquer intermediário financeiro que se preze mantém um estoque apropriado de ativos líquidos a título de reserva. Partindo do princípio de que os intermediários financeiros mantêm uma proporção constante de seus ativos em bens imediatamente disponíveis, **isentos de juros** (depósitos correntes em outras instituições financeiras, depósitos no banco central, obrigações do tesouro de juros muito baixos, ativos no exterior a juros baixos, etc.) e que não incorrem em despesas com as suas transações, parte da estruturação de seu balanço pode ser representada pelo Diagrama 6, desde que as reservas sejam livremente disponíveis. A previsão das quantias à disposição dos intermediários (S_I) será desviada para a esquerda (para assegurar a retenção de alguns de seus recebimentos em reservas) e para cima (os recebimentos de juros sobre a parcela de influxo que é emprestada devem cobrir os pagamentos de juros sobre o total desse influxo) de maneira que a previsão das quantias que os intermediários emprestarão passa a ser S_M. Deve haver uma margem de lucro entre as taxas de juros cobradas pelos intermediários (Or_L) e as taxas que eles pagam (Or_B), e eles deverão emprestar a devedores particulares (OL) menos do que aceitam dos credores (OB), sendo a diferença (RR) retida sob a forma de reservas.

Os Diagramas 5 e 6 podem ser combinados no Diagrama 7 de maneira a descrever um mercado financeiro totalmente baseado em intermediários, com margem fixa de despesas com transações[13] e

13 Parte-se do princípio de que sejam proporcionais ao valor das transações.



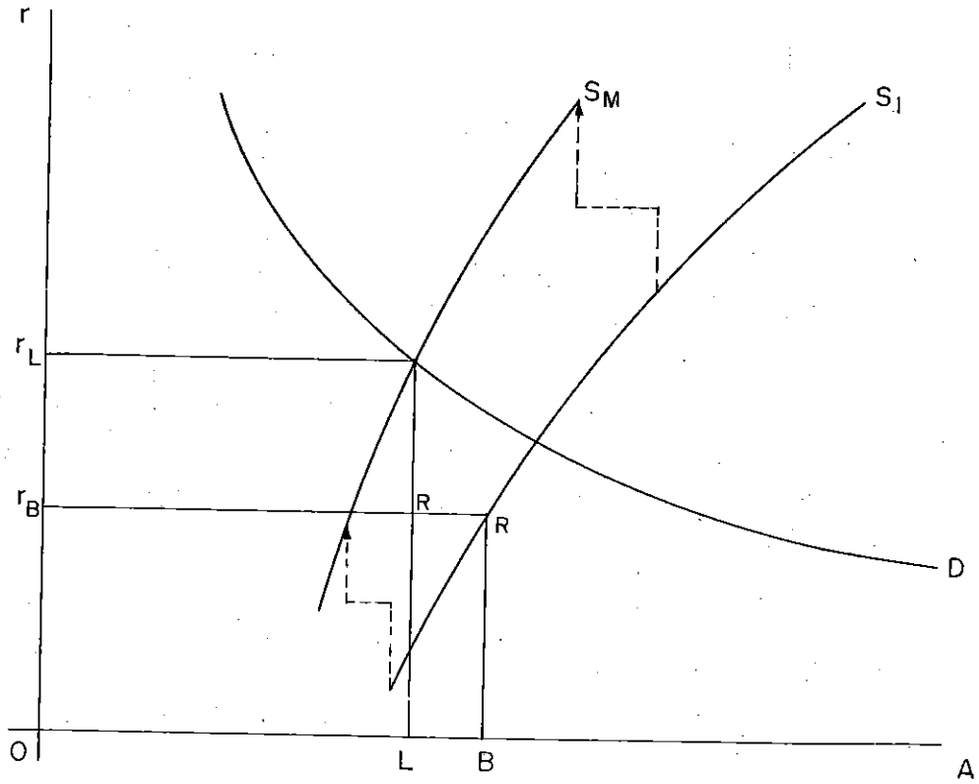
Diag. 6

proporções fixas de reservas, ficando os ativos de reserva, que não rendem juros, à inteira disposição dos intermediários.

As normas das instituições financeiras sobre reservas costumam refletir cálculos baseados na avaliação da natureza estocástica e atuarial de seu passivo, riscos de crédito que correm os seus ativos e as perspectivas de futuras modificações nas taxas de juros, bem como tradições locais referentes à prudência nos negócios e exigências de formalidades legais que prevaleçam no local.

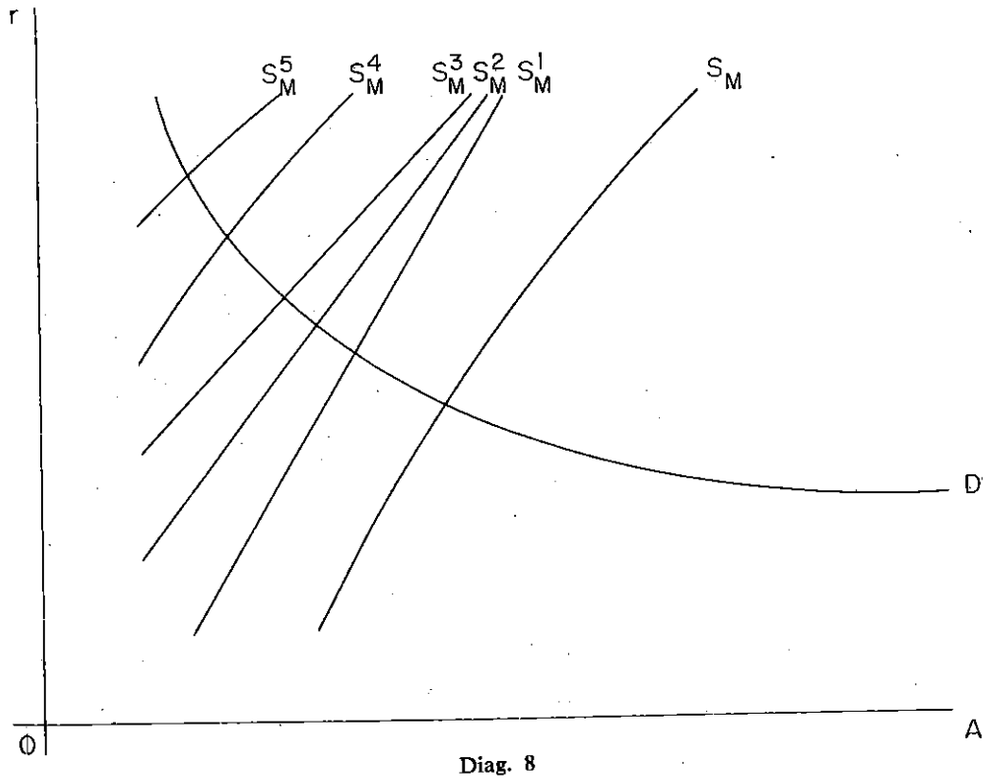
As decisões finais referentes à efetiva manutenção de reservas serão também baseadas nos resultados das próprias reservas em comparação aos resultados que podem ser obtidos com outros ativos. Se as reservas não rendem juros, sua manutenção corresponde inteiramente a um dos custos de intermediação, e serão reduzidas ao mínimo, observadas

considerações estocásticas, atuariais e creditícias relacionadas com a natureza do que a comunidade espera das instituições financeiras, com a praxe e com as formalidades legais. Exceto na medida em que as reservas sejam mantidas sob forma direta ou indireta de exigibilidades contra os setores primários da economia (como por exemplo letras comerciais ou exigibilidades contra outras instituições financeiras), essa redução ao mínimo ampliará a medida da intermediação. Se as reservas renderem juros, estarão de certo modo competindo com os ativos de outras instituições financeiras. Quanto mais altos forem os juros, maior a concorrência que elas farão. Não só o fornecimento de recursos através de intermediários será restringido pelos aumentos dos juros pagos sobre ativos de reserva, como esse fornecimento se tornará mais elástico quanto aos juros, à medida que sobe



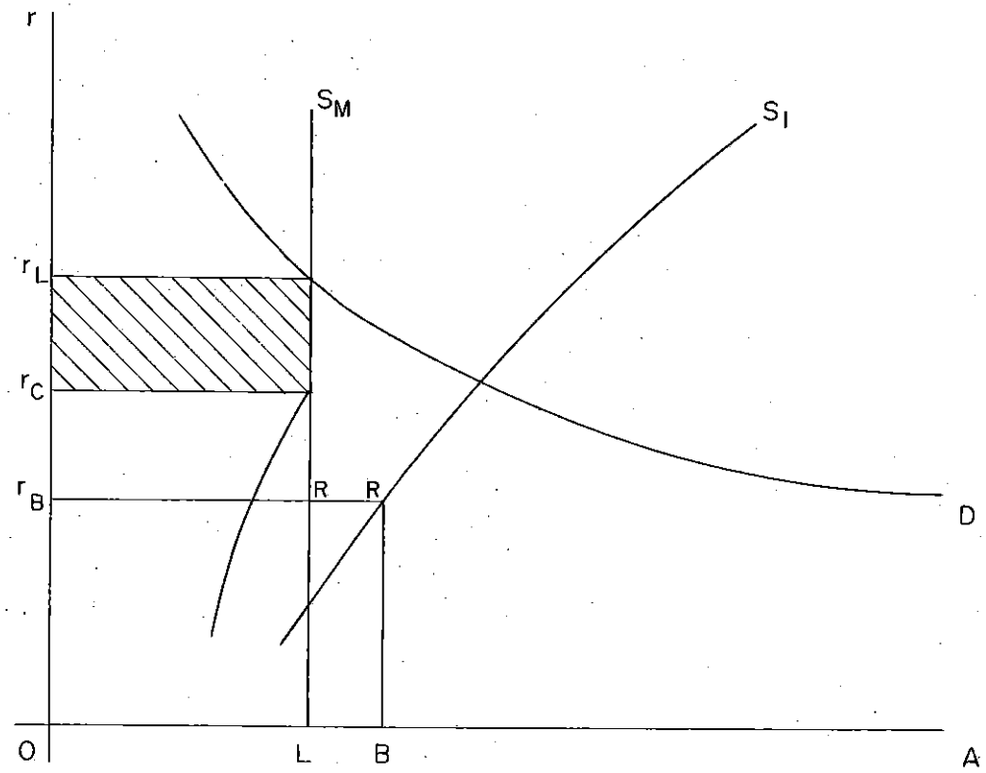
Diag. 7

a taxa de juros sobre ele (Diagrama 8[14]. O pagamento de juros sobre reservas estimula o **stickiness** das taxas de juros. Longe de retirar um imposto dos portadores de exigibilidades contra as instituições financeiras e estimular a competição entre essas instituições, o pagamento de juros sobre as reservas é um duplo encargo para o governo e para o banco central: estes terão que pagar os juros e tomar medidas para compensar a redução da ação intermediária que os pagamentos de juros provocam.



Diag. 8

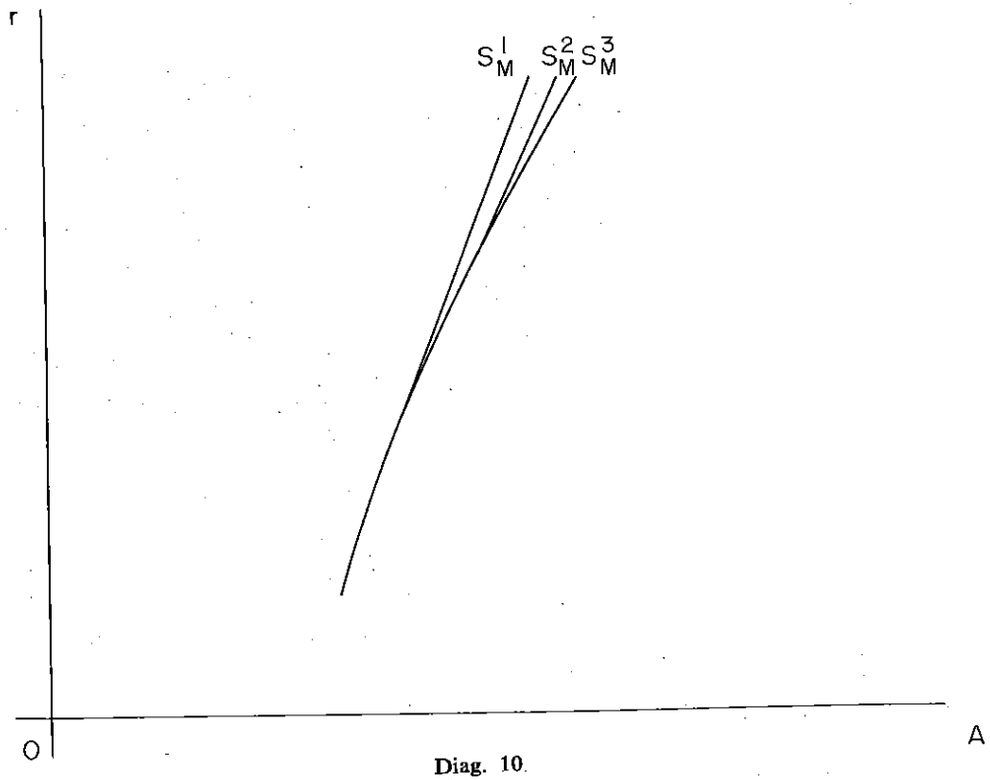
14 No diagrama 8, a curva S_M representa o custo das transações sem exigência de reserva no fornecimento de recursos ao mercado conforme o diagrama 5: S^1_M ... S^5_M são curvas de oferta comparáveis para um mercado em que as taxas de juros sobre reservas se apresentam em ascenção no pressuposto de que os índices de reserva são função da diferença entre a taxa que pode ser obtida sobre as reservas e as taxas mais elevadas que podem ser obtidas sobre os empréstimos das instituições financeiras.



Diag. 9

Se os setores independentes puderem exercer controle sobre o volume de ativos de reserva, será conclusão simplista imaginar que, numa economia moderna, esse controle terá efeitos semelhantes aos sugeridos no Diagrama 9. Nesse diagrama, é sugerido que, com reservas disponíveis de RR (= LB), a curva de oferta de recursos ao mercado será indicada pelas curvas S_M dos gráficos anteriores, até ao ponto OL, perdendo completamente a elasticidade depois disso. Nessas condições, os intermediários financeiros ofereceriam **taxas de depósitos** de Or_B e cobrariam taxas de Or_L para empréstimos, com lucros de monopólio superiores ao custo das transações r_0r_L. É importante reconhecer que normas restritivas sobre a proporção das reservas resultam numa alteração do esquema de oferta de recursos ao mercado, de maneira a reduzir essa oferta relativamente a todas as taxas

de juros às quais se aplique a limitação das reservas disponíveis, e que essa restrição implica no aparecimento de lucros monopolísticos. Entretanto, a curva de oferta real sempre tem alguma elasticidade em relação a esses elementos monopolísticos. Os lucros implícitos em qualquer controle quantitativo de crédito incentivam os intermediários a restringir seus critérios de reservas. Em conseqüência, quando os ativos de reservas são limitados, a escala de fornecimento de recursos ao mercado não perderá completamente a elasticidade em determinado ponto. Em vez disso, tornar-se-á menos elástica à medida que se tornam mais rigorosas as restrições às reservas (curva S^1_M do Diagrama 10, com reservas disponíveis de RR como no diagrama 9, e curva S^2_M com nível mais elevado de reservas, etc.).

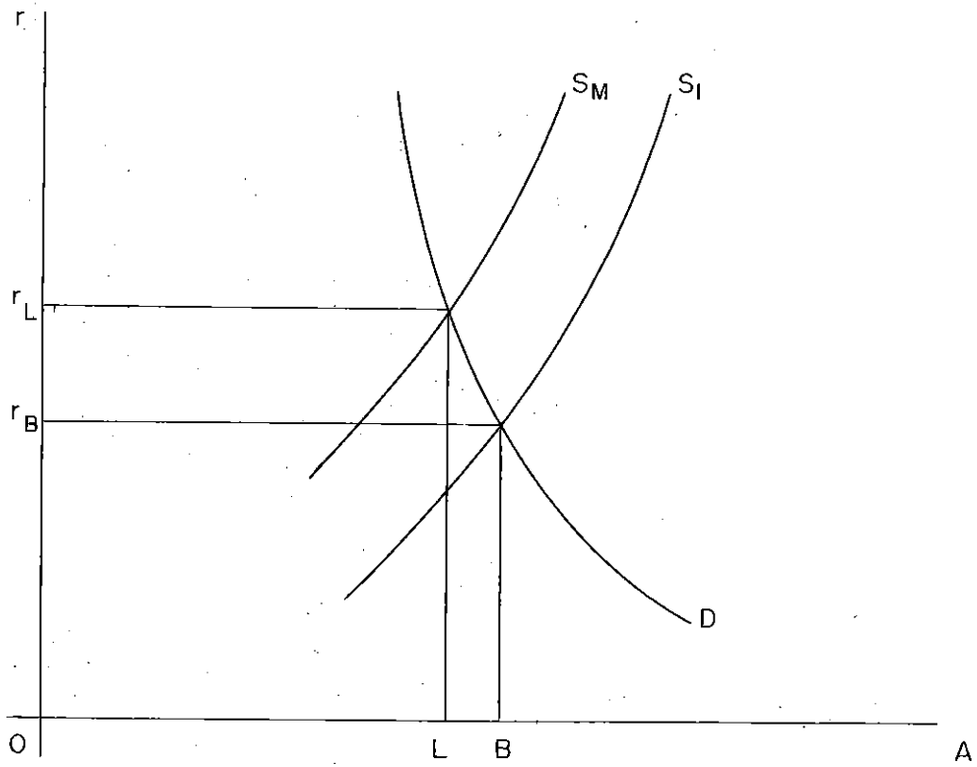


Diag. 10

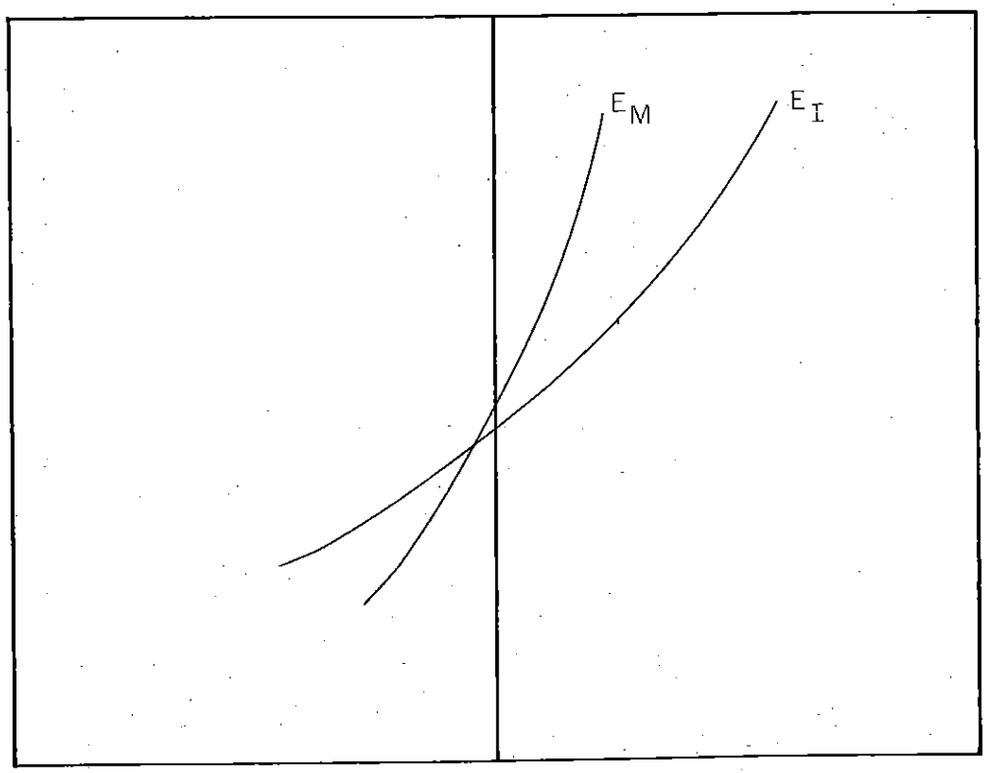
5. "HABITATS" **PREFERIDOS**

Até aqui, esta exposição pressupõe intermediação financeira indiscriminada — todas as aquisições de ativos financeiros pelos setores primários fluem para um único **pool** de intermediação do qual todos os devedores (os que desejem recursos a longo prazo e os que desejem recursos a curto prazo, bem como os que desejem prazos fixos com juros limitados e os que desejem recursos de participação) podem sacar indiscriminadamente. Isso se fundamenta no pressuposto de que os intermediários financeiros se preocupavam apenas em proteger a liquidez das estruturas de seus balanços. A questão começou com a observação de que os intermediários, ao aceitarem obrigações estocásticas e atuariais não precisam se preocupar tanto quanto seria prudente, no caso de unidades finais de consumo e produção, com o equilíbrio entre ativo e passivo. Chegou-se então à conclusão precipitada de que eles não precisavam ter preocupação alguma. Isso é tolice. Os ativos e passivos financeiros têm **habitats** preferidos. Na medida em que os intermediários têm obrigações de demanda, eles preferem manter ativos que sejam, pelo menos teoricamente, realizáveis a curto prazo, e hipotecas e ativos semelhantes que proporcionem um fluxo de caixa regular e previsível. As companhias de seguros podem extrair um senso de estabilidade de uma carteira de ativos antigos a longo prazo que se harmonize com as avaliações atuariais de suas obrigações. Por motivos tradicionais e para efeito de subsídios governamentais, as instituições com obrigações quase-monetárias têm grande avidez por hipotecas.

O efeito dessas considerações sobre **habitats** preferidos dos intermediários financeiros pode ser indicado tomando-se como exemplo os mercados quase-monetários/hipotecários e correlatos, no pressuposto



Diag. 11



Diag. 12

de que as instituições com obrigações quase-monetárias manifestam suas preferências por ativos hipotecários mantendo uma proporção maior de seus ativos não hipotecários sob a forma de ativos de reserva do que a de praxe, no caso de ativos hipotecários. Pode-se considerar que enfrentam uma situação semelhante à apresentada no Diagrama 11[15]. De certo modo, essas instituições **prefeririam** poder atrair OB de obrigações quase-monetárias a uma taxa Or_B, e investir OL em hipotecas a uma taxa de Or_L, retendo LB como ativos de reserva. Qualquer afastamento dessa posição exigirá que se façam investimentos em ativos não hipotecários ou que se contraiam empréstimos de outras modalidades que não a quase-monetária, a fim de fazer face à demanda de hipotecas. Se a competição com outros intermediários financeiros baixar a taxa sobre operações quase-monetárias, estes provavelmente terão excesso de recursos para investir. Nesse caso se houver grande demanda de hipotecas ficarão sujeitos a incentivos para contrair empréstimos em outras fontes, com vistas a manter sua posição no mercado de hipotecas. Entretanto, sua previsão de excesso na oferta/demanda não será a derivada diretamente do diagrama 11 (Curva E_1, no Diagrama 12 derivada das curvas S_M e D do Diagrama 11). Ao contrário, sua atitude mais cautelosa com relação a investimentos não hipotecários ou a contração de empréstimos como alternativa irá refletir-se no seu programa de ação intermediária alternativa (Curva E_M) para dar lugar às despesas de reserva aumentadas da ação intermediária alternativa. A intermediação fora dos **habitats** preferidos não será tão eficaz como a intermediação dentro desses **habitats.**

6. ALGUMAS CONCLUSÕES

Ocorrem nesse ponto várias conclusões. Os intermediários financeiros aparecem porque há incoerência nos desejos da comunidade em relação a contrair empréstimos e a concedê-los. A intermediação perfeita significaria que uma taxa de juros única (ou uma estrutura de taxas refletindo apenas o risco do empréstimo) prevaleceria em qualquer economia. Isso é extremamente improvável. Só o custo das transações já impede a intermediação perfeita. Mesmo que os desejos de mutuários e mutuantes se harmonizassem, mas havendo necessidade de corretores para aproximar compradores de ativos e aceitantes de obrigações, o custo das transações levaria a uma diferença representada por taxas de juros. Com a intervenção dos intermediários nas bases reais inconsistentes de um mercado de capitais, essas diferenças de taxas de juros se tornam muito mais visíveis. Assim como os de-

15 As curvas do Diagrama 11 são decorrentes dos dados utilizados nos Diagramas 1 e 2. Entretanto, as unidades do eixo horizontal foram ampliadas.

tentores finais de ativos e os aceitantes finais de obrigações têm preferências por estruturas de balanços, também os intermediários financeiros não podem deixar de levar em conta a estrutura de seus balanços. As considerações de liquidez e outros motivos precaucionais impõem restrições às suas decisões. Essas considerações sobre reservas limitam ainda mais a extensão da intermediação[16]. E mais, as instituições têm geralmente evoluído no sentido de satisfazer os desejos de determinados tipos de credores ou devedores — detentores de dinheiro, detentores de valores equivalentes a dinheiro, pessoas que desejam seguros ou pensões, investidores a longo prazo (como por exemplo os fundos mútuos), mutuantes e mutuários de créditos comerciais, etc. Nessa condição é que se tornam **habitats** preferidos de mutuantes e mutuários e só cautelosamente saem dos seus setores especializados.

Logo, neste, como em outros setores, qualquer redução no custo das transações aumentará a mobilidade dos recursos financeiros. Em termos dos Diagramas 5 e 7, isso reduzirá a margem de lucro bruto entre os programas de recursos fornecidos a intermediários (S_I) e de recursos colocados à disposição de mutuantes (S_M), aumentando com isso o grau de intermediação. Portanto, quaisquer medidas para melhorar a eficiência do sistema financeiro deverão ser recebidas com agrado. Os impostos sobre intermediação financeira, por exemplo (inclusive impostos indiretos como exigências de reservas elevadas) reduzem o grau de intermediação e prejudicam a conciliação das demandas divergentes de mutuários e mutuantes.

Medidas para aumentar a competição de preços podem ser particularmente indicadas. O **custo das transações** muitas vezes compreende **lucros oligopolísticos,** ou apresenta importantes elementos competitivos que nada têm a ver com os preços. A redução desse custo viria aumentar acentuadamente o grau de intermediação em muitos países. Restrições ao âmbito das atividades das instituições financeiras (quer impostas por lei, quer adotadas por decisão particular), impostos sobre transações financeiras (considerados distintamente dos impostos sobre lucros de intermediários) e limitações ao ingresso na atividade de intermediação só podem servir para aumentar o custo das transações e limitar a mobilidade dos recursos financeiros. Podem servir também para limitar a canalização da poupança para o sistema financeiro e desviá-la para o investimento direto sem observância absoluta dos critérios do mercado. Da mesma forma, os limites máximos das taxas para que as instituições contraiam empréstimos e os limites mínimos para as taxas dos empréstimos que elas

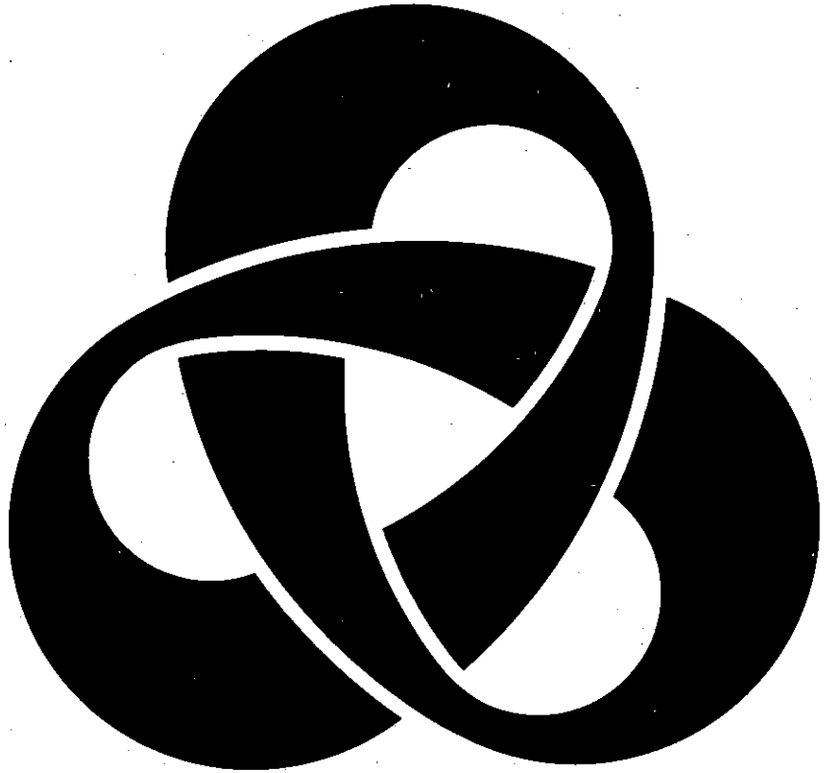
UNIVERSIDADE CATÓLICA 1280

16 Keynes reconheceu este ponto no que diz respeito a reservas: **Das máximas das finanças ortodoxas, certamente não há uma que seja mais anti-social do que o tabu da liquidez, a doutrina de que é uma virtude positiva parte das instituições de investimento concentrarem seus recursos na posse de títulos líquidos. (The General Theory of Employment, Interest and Money, Londres, Macmillan, 1936, p. 276).**

concedem protegerão as margens institucionais e, a não ser que haja limites para a respectiva entrada, estimularão a absorção de recursos (como por exemplo a ramificação excessiva), sem estimular acentuadamente a intermediação. Os limites máximos para as taxas de empréstimos (leis de usura) terão talvez pouca influência sobre o total da intermediação. Resultarão principalmente na fragmentação do mercado, à medida que se desenvolve um mercado **não organizado,** muitas vezes como subsidiário do mercado institucional oficialmente organizado.

Dado que a intermediação melhora a distribuição da poupança aos investimentos mais produtivos, é de interesse da comunidade fazer os intermediários financeiros agirem honestamente. Sob alguns aspectos, um sistema baseado em grandes intermediários é preferível a um sistema constante de pequenas instituições — quanto mais vasta a esfera geográfica de credores e devedores e quanto mais amplos os tipos de crédito e os instrumentos de dívida associados à intermediação, mais completa será essa intermediação. Entretanto, quanto maiores as instituições, mais anônimos e, portanto, menos susceptíveis de conhecimento pessoal serão não só os executivos dos intermediários, como também os credores e devedores individuais. Quanto maior e intrinsecamente mais eficiente o sistema, maior a importância em se assegurar não só sua honestidade, mas também sua essencial solvência. Assim, o controle e regulamentação oficial dos intermediários financeiros são há muito tempo considerados partes importantes das responsabilidades de um Estado moderno. A responsabilidade positiva de proteger a solvência do sistema é uma das obrigações dos setores exógenos. Entretanto, esse controle não deve ser exercido de forma a elevar indevidamente as despesas nem deve, principalmente, permitir que lucros monopolísticos, em geral decorrentes de limitações ao ingresso no setor, ou à extensão das atividades instituicionais, se tornem parte do custo das transações.

O símbolo que trabalha pelo Brasil quer trabalhar para você também.



GRUPO UNIÃO DE BANCOS

O Mercado de Ações e seu Público nos Estados Unidos: Uma Análise Comparada de Resultados Empíricos

José Luiz Melo *

Introdução; 1. Acionista e Investidor: uma diferenciação; 2. Metodologia; 3. Descrição geral; 4. Distribuição geográfica; 5. Dados demográficos; 6. Renda; 7. O acionista afluente; 8. Atitudes; 9. Favorabilidade; 10. Qualidade do investimento; 11. Comportamento das corretoras; 12. Religião e política; 13. O desencanto do investidor; 14. Conclusão.

INTRODUÇÃO

As técnicas de pesquisa em Ciências Sociais e do Comportamento, embora muito desenvolvidas nos Estados Unidos a partir da Segunda Guerra, só recentemente chegaram à **Wall Street.** Embora largamente utilizadas por outros setores financeiros e econômicos do país, pesquisas com o público em geral e o acionista/investidor em particular ainda encontram resistência entre a comunidade ligada à Bolsa de Valores de Nova Iorque (New York Stock Exchange — NYSE).

Na década de 60, o Departamento de Pesquisas da NYSE, após conseguir vencer, em parte, a postura tradicional de desconfiança quanto à validade de pesquisas de opinião e mercado, iniciou um programa de investigações empíricas visando aferir as **opiniões, sentimentos, atitudes e comportamentos** do acionsita e do investidor. Como

* José Luiz Melo é Ph.D em Ciência Política pelo Departamento de Ciência Política, da Northwestern University, e membro contratado do "staff" técnico do IBMEC.

resultado, vários trabalhos significativos da NYSE vêm circulando entre as firmas corretoras americanas. Algumas delas, como o autor constatou recentemente em contatos pessoais na **Wall Street,** têm-se utilizado dos resultados na formulação de seus programas de propaganda e **Marketing** com algum sucesso. Uma delas, Merril Lynch, por exemplo, credita parte de sua invejável posição no mercado americano a trabalhos de investigações científicas contratados entre cientistas sociais de universidades americanas sob a coordenação de seus departamento de pesquisa.

Valendo-se de algumas dessas pesquisas realizadas pela NYSE e **Securities Industry Association,** procura-se no presente artigo comparar os vários achados e verificações (findings) dos estudos, concentrando-se na apresentação de dados relativos ao perfil do acionista e de suas atitudes com relação ao mercado de títulos/ações americano.

No item sobre o procedimento metodológico adotado nos desenhos das pesquisas, o leitor encontrará maiores informações a respeito dos estudos aqui comparados.

No artigo, porém, o objetivo não será o de avaliar metodologicamente as investigações, mas apresentar uma gama de dados que possibilitem ao leitor informar-se com relação ao público ou públicos que participam do mercado de títulos e de ações nos Estados Unidos.

1. ACIONISTA E INVESTIDOR: UMA DIFERENCIAÇÃO

No texto, deliberadamente, o autor evitou classificar todos os indivíduos detentores de papéis como **investidores.** A razão para este procedimento está na diferença que corretores na **Wall Street** fazem entre **acionista** e **investidor.** Para eles, o acionista (shareowner) é qualquer pessoa que possui ações, mas que não se envolve ativamente nas transações do mercado. São os indivíduos que por vários fatores não se constituem em **good prospects*** e mantêm uma carteira geralmente modesta e estável. O investidor é aquele que se envolve tanto psicológica quanto financeiramente com o mercado de títulos. É o **bom** cliente porque tem uma certa lealdade para com o mercado e motivações que o orientam, com previsível regularidade, para o ato de transacionar com valores mobiliários.

Acionista é, portanto, uma categoria mais geral. Inclui todos os americanos que possuem títulos. A categoria investidor é adjetiva, posto que para um indivíduo ser considerado como tal, algumas qualificações se fazem necessárias.

* Cliente em potencial com disponibilidade financeira acima da média para investir.

É preciso que a distinção seja entendida apenas no contexto da presente análise. Não se pretende que ela seja válida da ótica de uma conceituação teórico-econômica ou financeira. Ela serve ao propósito específico do artigo: **fornecer ao leitor algumas características dos americanos que aplicam em títulos.** Ela visa também despertar o leitor para o fato de que, inevitavelmente, qualquer estudo de uma **população** proporciona uma classificação por tipos. No caso, apenas dois foram selecionados para facilidade de apresentação, embora seja possível falar, além de acionistas e investidores, em **aplicadores ativos, inativos, pequenos, grandes, contentes, descontentes, etc.**

Sem intenção de apresentar uma justificativa teórica elaborada e sistemática sobre como dever-se-iam definir as duas categorias, chama-se a atenção do leitor para a seguinte conceituação:

Acionista: Qualquer indivíduo que já tenha comprado ações, mas cuja carteira, volume de transações, nível de informações, envolvimento e atenção dada ao mercado de títulos seriam caracterizados como **baixo.**

Investidor: O indivíduo que aloca parte considerável de sua poupança ou disponível finânceiro no mercado de títulos, motivado pela **crença** de que investir em títulos/ações é uma atividade gratificante tanto financeira quanto psicologicamente; seu volume de transações é acima da média, assim como o nível de informações e a atenção dada ao mercado de títulos em geral. Para corretores da **Wall Street,** qualificam-se como investidores os indivíduos de renda acima da média, tendo entre 45 e 54 anos, vivendo nas principais áreas metropolitanas dos Estados Unidos, possuindo uma carteira de mais de 25.000 dólares.

2. METODOLOGIA

Os dados utilizados neste artigo foram retirados de fontes distintas. Cada estudo apreciado apresenta uma metodologia própria em razão de seus objetivos, embora seus resultados sejam comparáveis, a despeito da abordagem diversa. Como procederemos a uma análise secundária de dados — tecnicamente, uma análise comparada de resultados — informaremos ao leitor quanto à metodologia e técnica de investigação empregadas em cada um dos estudos.

Grande parte dos resultados aqui examinados está contida no Censo de Acionistas de 1970 promovido pela Bolsa de Valores de Nova Iorque e publicado (o censo é uma atividade de levantamento

de dados já definitivamente incorporada ao programa de pesquisa da NYSE, que o realiza de 5 em 5 anos) pelo seu Departamento de Pesquisa, em princípios de 1971, sob o título: **A Detailed Look at the Individual Investor — Marketing Highlights from the 1970 NYSE Shareownership Study.** É preciso frisar que não se utilizaram aqui os dados completos do censo, mas apenas informações de caráter não-confidencial. Os dados sobre acionistas reportados no estudo — denominado **NYSE 1970,** neste artigo — foram coletados em várias agências governamentais americanas, como o Departamento de Comércio, nos arquivos e cadastros da própria NYSE, e por meio de questionários.

A pesquisa de opinião da **Securities Industry Association** foi realizada pela **Opinion Research Corporation,** firma especializada em pesquisas de opinião pública, com sede em Princeton, New Jersey. A pesquisa — aqui referida como **SIA-1972** — foi parcialmente publicada em forma de um **management report** sob o título **The Public and Investors Evaluate the Securities Industry.** Os pesquisadores entrevistaram 2.171 pessoas, sorteadas em uma amostra probabilística representativa da população americana masculina e feminina acima de 18 anos.

O tamanho da amostra deste estudo garante, ao nível de significância de 0.95, um erro máximo de ± 3% com relação às percentagens que sumarizam os valores (percentagens e/ou médias de respostas a um dado item) da amostra. Em outras palavras, em casos mais desfavoráveis, uma percentagem X, digamos, 30%, encontrada na amostra, permite ao pesquisador afirmar que há 95 chances em 100 de que o parâmetro real da população total, de onde a amostra foi retirada, situa-se entre 27% e 33%. Em vários quadros estatísticos do estudo, o erro é igual ou menor a 2%. O período de entrevistas estendeu-se de 20 de julho a 18 de agosto de 1972.

Parte dos dados sobre cotistas de fundos mútuos de investimento por nós utilizados encontra-se no **1973 Mutual Fund Fact Book,** publicado pelo **Investiment Company Institute,** que serve à comunidade financeira como um órgão de estudos e pesquisas na área de fundos de investimento. As figuras reproduzidas no **Fund Fact Book** foram compiladas de várias fontes, incluindo os arquivos e cadastros do **Instituto** e da NYSE. Em nosso estudo, toda referência aos dados do **Instituto** é acompanhada pelas iniciais ICI.

Uma outra pesquisa citada, cujos dados são acompanhados da denominação **Gallup,** refere-se à investigação patrocinada pela NYSE e realizada pela **Gallup Organization, Inc.,** em dezembro de 1972, que entrevistou 2.861 chefes ou responsáveis por unidades familiares americanas. A amostra probabilística é representativa de toda a população americana de **decision-makers** financeiros das unidades familiares.

De acordo com as informações dadas sobre os estudos utilizados, verifica-se que os intitulados NYSE e ICI são do tipo censitário enquanto os outros dois, SIA e GALLUP, foram coletados através de pesquisa do tipo **survey.** Dado o maior controle que o investigador pode exercer sobre variáveis psicológicas indiretamente observadas em pesquisas de opinião pública, as pesquisas da SIA e GALLUP são de particular interesse para a compreensão das atitudes e motivações que possam explicar o **comportamento do americano vis-à-vis** o mercado de títulos.

Será também comentado na parte final deste trabalho o estudo conduzido pela **Louis Harris & Associates, Inc.,** nos primeiros meses de 1973, para a NYSE em Nova Iorque, Detroit e nas áreas das cidades californianas de San Francisco e San José. A técnica utilizada no estudo, intitulado **The Disenchanted Investor — Factors Affecting his Stock Market Activity,** e aqui é referido como **Harris,** foi a de entrevistas de profundidade. Setenta e um acionistas, clientes de firmas corretoras da NYSE, com características demográficas e financeiras acima da média encontrada nos cadastros das corretoras, foram intensa e extensivamente entrevistados sobre o mercado de ações. Uma entrevista em profundidade, ao contrário das entrevistas com questionários padronizados utilizados em **surveys,** não procura generalizar resultados de uma amostra para a população total. Seu objetivo é explorar mais livremente, por meio de perguntas estruturadas e/ou indagações não-estruturadas, mas quase sempre exaustivas, variáveis desconhecidas do investigador ou sobre as quais se possua pouca informação. A **profundidade** que se procura atingir geralmente permite ao investigador entender e visualizar os contextos social e psicológico responsáveis pela resposta verbal do entrevistado. A análise qualitativa tende a levar o cientista social a uma mais rigorosa formulação do problema sob estudo e de hipóteses explicativas para teste posterior.

3. DESCRIÇÃO GERAL

Em 1970, conforme indicado na Tabela 1, havia mais de 30 milhões de americanos possuidores de títulos. Este número significa, em uma população de quase 205 milhões, que 1 em cada 7 americanos era acionista ao final da década de 60. O aumento de mais de 50% no número de acionistas individuais, entre 1965 e 1970, deveu-se ao esforço de vendas das firmas associadas à Bolsa de Nova Iorque e do sucesso espetacular das vendas no mercado de balcão, o qual mais do que dobrou o número de seus clientes no período considerado. Incluída na categoria **Outras Bolsas,** parece seguro inferir que a **American Stock Exchange** não acompanhou o crescimento da NYSE e do mercado de balcão e muito menos as Companhias de Investimento.

TABELA 1 — Composição do Mercado de Títulos dos Estados Unidos — Acionistas Individuais

(em milhões)

Ano	*Total*	*NYSE*	*Outras Bolsas*	*Balcão*	*Cias. de Invest.*	*N/Classif.*
1965	20.120	12.430	1.285	3.130	3.205	70
1970	30.850	18.293	1.784	6.695	3.977	101

Fonte: Censo NYSE-1970

TABELA 2 — Acionistas Individuais por Tipo de Investimento

(em %)

TIPOS		
Exclusivos de Ações		71,8
Cotistas de Fundos		28,2
Fundos somente	12,9	
Fundos e Ações	15,3	
		100,0

Fonte: Censo NYSE-1970

Um outro indicador do crescimento quantitativo do número de acionistas está na comparação do crescimento médio da população dos Estados Unidos em 1970 ao crescimento médio do número de acionistas no mesmo período: enquanto a população cresceu 1,2% em média, o universo de acionistas cresceu 8,9%.

Pela comparação das Tabelas 1 e 2, pode-se também observar que cotistas exclusivos de fundos de investimento estão incluídos nos dados do estudo NYSE. Os 12,9% exclusivos de fundos sobre um total de 30.850 milhões de acionistas representam o apreciável número de 4 milhões de pessoas.

Dados mais completos sobre os fundos de investimento encontram-se no estudo do ICI, o qual informa que em 1970 havia um total de 10.690 milhões de contas em todos eles. Cinco anos antes, em 1965, o total de contas era de 6.709 milhões. O ano menos expressivo para os fundos foi o de 1972 quando o número de contas, que havia atingido 10.900 milhões em 1971, caiu para 10.635 milhões.

Embora o valor total dos patrimônios tenha crescido continuamente, o cotista americano resgatou mais do que adquiriu em 1972. Comparando-se o total de vendas com o de resgates, o ano de 1972 é um marco histórico (negativo) na trajetória dos fundos nos Estados Unidos. Pela primeira vez, o valor total de resgates de cotas — 6.562.876,00 de dólares — foi maior do que o volume total de vendas — 4.892.502,00 dólares.

4. DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA

Tanto os dados do censo NYSE 1970 quanto os da pesquisa **Gallup** de 1973 mostram que os acionistas americanos concentram-se nas áreas urbanas de maior densidade populacional e mais desenvolvidas social, cultural e economicamente, como New England, onde 28,6% das famílias possuem ações; Middle-Atlantic — Nova Iorque, New Jersey e Pennsylvania — onde 27,8% das famílias são acionistas, e **Pacific** (principalmente Califórnia) onde quase 1/4 das famílias são possuidoras de ações.

Corroborando tal tendência de maior concentração de acionistas em áreas urbanas, a **Gallup** reporta que menos de duas em dez famílias possuidoras de ações moram em cidades com menos de 50 mil habitantes, enquanto 1/4 das famílias também detentoras desses títulos moram em centros urbanos com população variando entre 250.000 e 1 milhão. Trinta por cento das famílias acionistas vivem nas áreas metropolitanas ou em cidades de população superior a 1 milhão de habitantes.

5. DADOS DEMOGRÁFICOS

A seguir, examinaremos algumas características básicas do acionista e do investidor em conjunto. Sociologicamente, as variáveis demográficas apresentadas nas tabelas que se seguem são as mais representativas e confiáveis para a caracterização de categorias e grupos sociais.

Em 1965, as mulheres superavam os homens como acionistas individuais, 51% contra 49%. Os estudos NYSE 1970 e SIA, no entanto, mostram que houve uma inversão na participação percentual por sexo, como se pode constatar na Tabela 3. Mesmo entre a categoria **acionistas menores de idade,** o sexo masculino (60,6%) supera o feminino (39,4%). O atributo **cor, raça** para os americanos, é um excelente preditor da categoria social **acionista** ou **investidor** em títulos e ações segundo a SIA, que reporta ser de apenas 3,9% a percentagem de acionistas não-brancos. Isto quer dizer que, sabendo-se que um cidadão americano é negro ou **chicano***, a probabilidade de ele ser acionista é mínima. Tendo-se em vista que só os negros representam 11% da população americana, depreende-se que o mercado de títulos é marcadamente **whity.** Se, como veremos adiante, investi-

* Palavra composta em que se juntam os significantes **chi** do termo **MÉXICO**, que sofre alteração fonética (xi > chi), aos significantes cano da palavra **AMERICANO**.

mento ou compra de ações é altamente relacionado com nível de renda, não é surpresa alguma a pequena participação de não-brancos neste mercado. No caso dos negros, por exemplo, apenas 1/3 das unidades familiares negras percebe uma renda anual superior a 10.000 dólares. Enquanto apenas 1/4 dos negros encontra-se na faixa de renda anual de 11.500 dólares, cerca de 50% dos brancos atingem este nível de renda, um indicador de **membro de classe média americana** (TIME 1974).

TABELA 3 — Características Demográficas de Acionistas e Investidores

ESPECIFICAÇÃO	NYSE-1970 n.º de acionistas (em milhões)	NYSE-1970 (em %)	SIA (em %)	GALLUP (em %)	ICI [a] (em %)
Sexo					
Masculino (adulto)	14.343	50,1	51,3	—	—
Feminino (adulto)	14.286	49,9	48,7	—	—
Masculino (menor)	1.346	60,6	—	—	—
Feminino (menor)	875	39,4	—	—	—
Cor					
Brancos	—	—	96,1	—	—
Não-brancos	—	—	3,9	—	—
Idade					
Menos de 21 anos	2.226	7,3	—	—	16,5[b]
21 a 34 anos	4.513	14,8	—	—	—
35 a 44 anos	5.793	19,0	—	—	9,4
45 a 54 anos	7.562	24,8	—	—	10,7
55 a 64 anos	6.068	19,9	—	—	7,5
Acima de 65 anos	4.330	14,2	—	—	4,1
Sub-total	30.492	100,0			
	NYSE-1965 (em %)				
Educação [c]					
3 anos de Secundário ou menos	16,8	12,7	12,0	13,7	2,5
Secundário completo	28,9	30,9	29,0	26,0	6,6
1 a 3 anos de Universidade	21,7	20,9	—	22,8	—
Universidade/Pós-Graduação	32,6	35,5	59,0[d]	—	64,6[d]

a) Os percentuais para faixa de idade encontrados no estudo da ICI foram calcu'ados sobre o total de chefes ou responsáveis por unidades familiares existentes nos Estados Unidos em 1970.
b) Este percentual se refere ao intervalo de classe: menor de 21 a 34 anos. Estas percentagens referem-se a faixas proporcionais, por idade, daqueles que são cotistas de fundos.
c) Na pesquisa da NYSE dados sobre educação referem-se apenas a acionistas com 25 anos de idade ou mais; na da SIA, de 18 anos em diante; na Gallup acionistas maiores de 21 anos. Quanto aos dados da ICI, embora sem indicação precisa no texto do estudo, o nível de escolaridade dos cotistas foi possivelmente calculado para maiores de 18 anos apenas.
d) Estes percentuais se referem ao somatório por categorias: 1 a 3 anos de Universidade e Universidade/Pós-Graduação.

Estudos anteriores já indicavam que é na faixa de idade entre 45 e 54 anos que se encontram os **good prospects** do mercado. Os

estudos que estamos considerando corroboram o fato. Quase 1/4 dos indivíduos no estudo NYSE 1970 encontra-se naquela faixa. Embora não indicada na Tabela 3, a informação da **Gallup** é a de que os grupos etários que mais se envolvem no mercado são os de indivíduos entre 45 e 54 anos — 32% dos acionistas encontrados na amostra — e os de indivíduos entre 55 e 64 anos — 31,8% dos acionistas.

Admitindo-se que grande parte dos acionistas menores de 21 anos o são devido à decisão de pessoas mais velhas, pode-se fazer uma generalização (por certo largamente utilizada em políticas de **marketing**): o provável acionista ou investidor é um indivíduo de **idade madura** ou um **cidadão sênior (senior citizen)**. Esta generalização, como indicam as percentagens da ICI para fundos, aplica-se também a cotistas. A SIA também constatou (não mostrado na Tabela 3) que 47% dos acionistas em sua amostra têm entre 40 e 59 anos; 49% situam-se na faixa de 30 a 49 anos.

Os resultados de todos os estudos relativos à educação apontam uma só direção: quanto mais alta a educação do indivíduo, maior sua probabilidade de tornar-se acionista ou cotista de fundos. Duas observações devem ser feitas sobre os resultados na Tabela 3. Primeira: o cotista de fundos tende a ser mais escolarizado do que o acionista. Segunda: o grupo com formação secundária completa é maior do que o com formação universitária incompleta. A explicação pode estar no fato de que entre os primeiros se encontram os trabalhadores qualificados para empregos de remuneração média e que, possivelmente, começaram suas carreiras de trabalho há mais tempo do que seus **iguais** (em termos de idade por exemplo), que continuaram a estudar em universidades, estando, portanto, em condições de destinarem parte de sua poupança para a compra de títulos.

A distribuição dos acionistas individuais por grupos ocupacionais é revelada na Tabela 4.

TABELA 4 — Ocupação do Acionista Individual

OCUPAÇÃO	1970 (milhões)	NYSE-1970 (%)	1965 (%)	SIA [a] (%)
White-Collars	*14.7*	*83,0*	*80,3*	*80,0*
— Profissionais Técnicos	6.3	35,6	30,1	
— Dirigentes Proprietários	4.0	22,5	30,1	
— *Clerical, Salesmen* [b]	4.4	24,9	27,8	
Blue-Collars	*2.2*	*12,6*	*15,1*	*15,6*
— Outras	8	9	6	
— Não-Empregados				*4,6*

a) Percentagens calculadas sobre o sub-total de possuidores de ações (600 pessoas) em uma amostra de 2.171 entrevistas.
b) Pessoal qualificado para serviços gerais em escritório tanto de empresas privadas como públicas.

Colocar dinheiro em ações ou investir no mercado de títulos tem sido uma decisão financeira mais comum entre os americanos de **status** ocupacional alto. O maior número de acionistas nos dois útimos censos da NYSE está entre os profissionais e técnicos, ou seja, advogados, médicos, professores universitários, engenheiros, etc. Em segundo lugar estão vendedores, comerciantes, funcionários públicos, secretárias, bancários, etc., que em 1970 totalizavam 4.4 milhões de acionistas. Completando o contingente ocupacional **White-Collar,** aparecem aqueles que exercem funções de direção e gerencial, os proprietários de negócios diversos, etc., ou seja, 1 em cada 5 acionistas. No total, esses grupos ocupacionais predominam como acionistas: 8 em 10, de acordo com os dados para 1965 e 1970, confirmados pela pesquisa da SIA em 1972, que verificou ser de 80,8% a percentagem dos acionistas em sua amostra exercendo atividades do tipo **White-Collar.** Os acionistas oriundos das categorias profissionais de **status** mais baixo não chegam a 16% em nenhum dos três estudos. O ICI também revela que a participação dos grupos ocupacionais caracterizados como **Blue-Collars,** que correspondem a mais de 28% da população economicamente ativa, representam apenas 13,4% do total de cotistas de fundos.

A baixa percentagem de **Blue-Collars** no mercado de títulos é melhor percebida quando se leva em conta os dados do Censo da População de 1970. Enquanto 34,9% da força de trabalho estavam nesta categoria, apenas 12,6% dos acionistas individuais aí se localizavam. Por outro lado, os **White-Collars** (48,6% da força de trabalho) representavam 83% dos acionistas. Mas, dado o potencial de poupança dos **White-Collars,** o fato de que 2/3 dos mesmos na população total não eram acionistas em 1970 (a percentagem para os **Blue-Collars** é superior a 90%) revela falhas nas políticas de **marketing** das firmas corretoras. Mais grave, porém, do ponto de vista de vendas, é a constatação de que 77% da força de trabalho empregada não eram acionistas em 1970.

6. RENDA

Tanto o indivíduo da **Wall Street** quanto o próprio acionista sabem que renda e investimento em títulos são positivamente relacionados. Ainda que o acionista desconheça que uma correlação positiva quer dizer simplesmente que quanto maior a renda, maior o investimento, ou que quanto maior o número de pessoas em faixas de renda alta, maior o seu número no mercado de títulos, sabe que sua renda é um fator decisivo no momento de tornar-se acionista, continuar como acionista ou deixar de sê-lo.

Na Tabela 5, encontramos a distribuição da população e a distribuição percentual de acionistas e cotistas de fundos por faixa de renda nos Estados Unidos, em 1970.

TABELA 5 — Renda Familiar nos E.U.A. — Participação de Acionistas e Cotistas de Fundos por Faixas de Renda.

(em %)

Faixas de renda	Famílias EUA 1970	NYSE 1970	GALLUP 1972	ICI 1970
Menos de U$ 5,000	30,4	8,4	—	—
$ 5,000 a U$ 7,000	21,4	10,1	—	—
$ 8,000 a U$ 9,999	13,6	*10,3*	—	—
		28,8	26,1	8,6[a]
$ 10,000 a U$ 14,999	21,8	29,6	31,6	11,7
$ 15,000 a U$ 24,999	10,5	27,1	25,5	17,9
Acima de U$ 25,000	2,3	14,5	16,8	30,0

a) Percentagens referem-se a faixas proporcionais por renda que são cotistas de fundos.

Proporcionalmente às percentagens encontradas na população do país por faixas de renda, é evidente que os acionistas e cotistas estão super-representados nas faixas médias e afluentes e sub-representados nas abaixo da média, isto é, abaixo de 10.000 dólares anuais. Evidentemente a situação financeira é uma pré-condição fundamental para o indivíduo tornar-se ou não acionista.

Outras informações fornecidas no estudo NYSE 1970 reforçam esta linha de interpretação que relaciona nível de renda e o atributo **ser acionista ou não.** O leitor interessado em estudar melhor esta relação deverá consultar a bibliografia indicada no final do artigo.

Observa-se na tabela 5 que os cotistas de fundos tendem a ser mais afluentes do que os acionistas e, como já foi visto, apresentam maior grau de escolaridade. Os cotistas de fundos são igualmente mais **ativos** (em termos de número anual de transações) e detentores de uma carteira maior (mediana de 9.200 dólares versus mediana de 5.600 dólares para acionistas) embora o valor médio anual de suas transações não seja substancialmente superior ao dos acionistas, 3.400 versus 3.200, em 1970.

Sem pretendermos oferecer uma explicação para as diferenças entre acionistas e cotistas de fundos, uma hipótese possível de verificação no contexto americano é a de que as mesmas resultam do grau de afluência, nível de escolaridade e maior grau de informação sobre o mercado financeiro por parte dos cotistas. Infelizmente, os dados de que dispomos nos estudos em discussão não nos permitem examinar a

hipótese, freqüentemente levantada, segundo a qual o indivíduo, por falta de tempo ou motivação para acompanhar o movimento de negócios em bolsa, privilegia fundos ao invés de ações.

7. O ACIONISTA AFLUENTE

O acionista afluente, aquele cuja renda individual anual é superior a 25.000 dólares, representa 25% de todos os acionistas americanos. Em números absolutos, são 4,4 milhões de indivíduos que, em média, possuem um grau de escolaridade bastante alto (38% cursaram universidades e 37,7% possuem títulos de pós-graduação). Quase 58% têm entre 45 e 64 anos de idade.

Em 1958 apenas 500 mil famílias americanas tinham uma renda anual superior a 25.000 dólares. Este número elevou-se para 2,8 milhões, em 1970. Isso significa que 2,3% das famílias eram afluentes naquele ano. Por seu turno, a percentagem de unidades familiares afluentes detentoras de ações atingiu 14,5% de todas as famílias acionistas, resultado indicativo de uma orientação do indivíduo afluente para o mercado de títulos.

O pequeno acionista, definido como o indivíduo cuja renda anual é inferior a 20.000 dólares, teve seu número verificado na NYSE 1970 em 21.470 milhões. Embora a definição operacional da categoria **pequeno acionista** não seja consensual em **Wall Street,** qualquer que seja ela e os seus indicadores empíricos, cerca da metade de todos os acionistas em 1970 podem ser classificados como **pequenos.**

Dois outros indicadores de que renda provavelmente contribui mais do que qualquer outro fator para o americano tornar-se acionista são o crescimento relativo da renda e o fato de o indivíduo ser proprietário da residência onde vive.

Enquanto em 1965 a mediana da renda familiar era de 9.500 dólares entre os acionistas recenseados, em 1970 elevou-se para 13.500. Este apreciável crescimento e o aumento do número de acionistas estão diretamente relacionados. Poder-se-ia atribuir o crescimento da mediana à entrada, no mercado de títulos, de novos acionistas, portanto, daqueles que compraram ações pela primeira vez entre 1965 e 1970. Tal não ocorreu posto que a mediana da renda dos novos acionistas é inferior à de todos os acionistas: 12.700 versus 13.500 dólares.

Nível de renda relaciona-se com casa própria. Quanto mais alta a renda, maior a probabilidade de o indivíduo possuir a residência onde vive. A aquisição da casa própria é indiscutivelmente um investimento prioritário em relação à compra de ações. O indivíduo que não dispende parte de sua renda em aluguel tende a ter uma poupança maior. Pode-se inferir, portanto, ser aquele um acionista em potencial. Dados levantados pela **Gallup** suportam a inferência: 79,5% dos

acionistas na amostra da **Gallup** possuem casa própria, enquanto 67,2% dos não-acionistas pagam aluguel a terceiros.

8. ATITUDES

Além de informações sócio-econômicas dos acionistas, os estudos a que nos referimos neste trabalho também abordaram algumas características atitudinais do acionista americano. Por atitude entende-se uma ... **predisposição a responder preferencialmente de alguma maneira diante de um objeto ou situação** (Melo, 1973). Como as atitudes orientam o indivíduo em seu contexto sócio-psicológico imediato e contribuem para a forma e direção de seu comportamento no futuro próximo e/ou distante, é importante conhecer essas predisposições em indivíduos (acionistas) com relação a objetos, situações ou pessoas (mercado de títulos, tipo de investimentos, corretores, etc.) se se quer antecipar, em bases probabilísticas, suas alternativas de comportamento.

TABELA 6 — Importância de Motivações para Investimento em Ações e Motivos Alegados para a sua Não Aquisição

(em %)

MOTIVAÇÃO	IMPORTANTE
MOTIVOS PARA ADQUIRIR	
Segurança da família	68[a]
Aposentadoria	66
Complementação de renda	58
Aumentar o patrimônio	52
Educação de filhos	48
Lucros a curto prazo	31
MOTIVOS CONTRA AQUISIÇÃO	SIA[b]
Não têm condições	49
Não sabem o suficiente ou nunca pensaram sobre investimento em ações	18
Não se interessam por ações	10
Não é investimento seguro; é arriscado	9
Outros	14

a) Percentagens para motivos para adquirir referem-se a perguntas de múltiplas respostas.

b) Na pesquisa da SIA, apenas os não-acionistas responderam a uma pergunta sobre por que nunca haviam investido em ações.

Fonte: NYSE-1970.

Gostaríamos também de introduzir uma variável, muitas vezes inferida psicologicamente assim como a variável **atitude,** que impede ou estimula os indivíduos a agirem. **Motivação** é um conceito sócio-psicológico que se refere ao despertar em um indivíduo de um comportamento orientado para a realização ou alcance de objetivos desejados. Dada esta conceituação geral de motivação, introduziremos algumas das motivações percebidas por americanos como importantes e facilitadoras do ato de investimento em ações. Motivos desestimulando ou não facilitando a aquisição de títulos são também apresentados na tabela 6. O conceito **motivo** aproxima-se do de **motivação,** mas deve ser considerado como mais específico, isto é, um motivo é um impulso à ação visando expressamente **um objetivo.**

As respostas múltiplas da Tabela 6 não nos permitem visualizar uma hierarquia de motivações mutuamente exclusivas. No entanto, é possível inferir que **Segurança da Família** e **Aposentadoria** pontificam como os prováveis principais estímulos que levam os americanos à aquisição de ações. Ao contrário das explicações de senso-comum, e mesmo de hipóteses encontradas na literatura especializada anterior aos anos 60, a preocupação com a educação de filhos não é privilegiada pela totalidade dos acionistas. Já entre os acionistas mais jovens, essa preocupação é altamente motivacional segundo dados de estudo NYSE 1970, não reproduzidos aqui.

É óbvio que todo acionista preocupa-se com lucros. No entanto, o americano parece possuir uma posição realista com relação ao lucro esperado de seu investimento no mercado de títulos e de ações. **Lucros a Curto Prazo** não são uma motivação decisiva. Esta descoberta empírica pode ser também um indicador confiável do grau de sofisticação do acionista americano. Ele quer lucros, não há dúvida, mas sabe que não deve esperá-los no futuro imediato porque não é isto que o mercado de títulos lhe oferece. Talvez este seja também um indicador de que o acionista americano, em geral, não possui atitudes características de **especulador,** isto é, não é atraído por perspectivas de ganhos a curto prazo no mercado de títulos.

Entre os motivos apontados pelos entrevistados não-acionistas na pesquisa SIA, a falta de condições financeiras é a mais importante. Essa verificação empírica dá maior peso aos argumentos que atribuem ao nível de renda (provavelmente a melhor medida de **condições financeiras em geral**) a condição básica de pré-requisito para o investimento no mercado de títulos. Uma porcentagem não desprezível, 18%, não é acionista por falta de informações sobre o mercado de títulos e não por ter sido **motivada** a pensar sobre ações. Essas pessoas compõem um mercado em potencial que a política de **marketing** das corretoras parece ter falhado em alcançar. Enquanto 10% não se interessam por ações, preferindo outros tipos de investimento, 9% vêem o mercado de títulos como um perigo em termos de risco. Daí o seu afastamento dessa forma de investimento.

9. FAVORABILIDADE

Acionista ou não, motivado ou não a investir, segundo a pesquisa da SIA, o público americano não possui, em geral, atitudes desfavoráveis para o mercado de títulos. A Tabela 7 mostra as atitudes, favoráveis ou não, do público para com alguns setores e agentes do mercado. Para efeito de comparação, incluímos na Tabela os corretores de imóveis. Ressalte-se que, no mercado financeiro, bancos comerciais, associações de poupança e empréstimo e companhias de seguros são vistas mais favoravelmente pelo público em geral do que as demais instituições do mercado; o público manifesta-se também mais favorável a médicos, banqueiros e advogados. Entre os grupos vistos menos favoravelmente pelo público, os banqueiros de Bancos de Investimento e corretores de ações colocam-se à frente apenas dos políticos americanos.

TABELA 7 — Atitudes do Público Americano para com Agentes dos Mercados de Ação e de Imóveis

(em %)

Atitude	Corretoras	Bco. Investimento	Corretores	Banqueiros de B. Inv.	Corretores de Imóveis
Favorável	22	27	24	26	39
± Favorável	28	27	28	29	36
Desfavorável	7	4	7	6	12
Sem opinião	35	30	41	39	13
TOTAL	92[a]	98[a]	100	100	100

a) Percentagem total não perfaz 100% porque a pergunta foi feita apenas a entrevistados que, pelo menos, já ouviram falar de Corretoras e Bancos de Investimento.

Fonte: SIA-1972.

Se agruparmos as respostas favoráveis com as mais ou menos favoráveis, verificamos que 50% ou mais dos entrevistados verbalizam atitudes favoráveis para com os agentes do mercado de títulos. Mas, o público é bem mais favorável aos Corretores de Imóveis, tradicionais competidores do mercado de títulos. A percentagem relativa dos entrevistados incluídos na categoria **Sem Opinião** reflete a desinformação do público sobre o mercado de títulos.

A Tabela 8, a seguir, mostra como o público, em geral, é pouco familiarizado com o mercado de títulos.

TABELA 8 — Conhecimento do Público Sobre Vários Tipos de Companhias

(em %)

COMPANHIAS	PÚBLICO TOTAL			
	Bastante e razoavelmente familiarizado	Pouco familiarizado	Já ouviram falar/sabem quase nada	Nunca ouviram falar de...
Bancos	67	29	4	0
Cias. Seguro ...	50	38	11	0
Associações de Poupança e Empréstimo	41	34	23	2
Corretoras de Imóveis	28	40	29	2
Firmas Corretoras de Títulos/Ações	13	25	*55*	*7*
Firmas e Bancos de Investimento	11	24	*52*	*12*

Fonte: SIA-1972

O resultado mais surpreendente na pesquisa SIA refere-se à falta de conhecimento do público americano sobre o mercado de títulos. Sessenta e dois por cento (62%) das pessoas entrevistadas apenas **já ouviram falar/sabem quase nada e nunca ouviram falar de firmas corretoras de títulos/ações.** A percentagem é maior ainda para firmas e bancos de investimento — 69%. Esses dados clamam por uma abordagem de **marketing,** propaganda e divulgação se o objetivo do mercado de títulos for atingir maiores faixas da população americana; isto é, se se quer horizontalizar a participação do público, posto que algumas faixas, como a constituída por pessoas de renda alta, já conhecem e participam das vantagens do mercado de títulos, mas não a grande maioria do público.

Tanto familiaridade quanto atitude favorável para com corretores e bancos de investimento estão relacionadas com idade (entre 30 e 59 anos), renda (acima de 25.000 dólares), educação (universitária), cor (brancos) e liderança (pessoas que influenciam opiniões de outros).

10. QUALIDADE DO INVESTIMENTO

Na Tabela 9 apresentamos uma seleção de vários tipos de investimentos sobre os quais os entrevistados foram solicitados a opinarem a respeito de suas qualidades na pesquisa SIA.

TABELA 9 — Qualidade Atribuída pelo Público e por Acionistas (Detentores de Ações Ordinárias) a Vários Tipos de Investimentos

(em %)

TIPOS DE INVESTIMENTO	MAIS SEGURO		MELHOR P/RENDA		MELHOR P/FAZER DINHEIRO		O MELHOR EM GERAL	
	PUBL.	ACION.	PUBL.	ACION.	PUBL.	ACION.	PUBL.	ACION.
Cadernetas de Poupança .	*59*	61	22	16	10	5	36	29
Títulos do Governo	*43*	42	16	11	9	5	14	13
Casa Própria	*36*	33	6	5	4	5	16	15
Seguro de Vida	*23*	24	5	3	2	1	8	8
Imóveis	19	20	*33*	35	*43*	44	*23*	25
Fundos de Investimento .	7	11	9	13	6	7	6	12
Ações	4	12	*13*	29	22	44	8	23

Fonte: SIA-1972

Tanto o público em geral quanto o sub-grupo **acionistas** da amostra indicam, pela ordem, como possuidores da qualidade **segurança** (Cadernestas de Poupança (**savings accounts**), Títulos do Governo, Casa Própria e Seguro de Vida). Apenas 7% e 4% vêem esse atributo em Fundos de Investimento e Ações.

Quanto à **rentabilidade,** o investimento em imóveis, excetuando-se Casa Própria, é avaliado como o melhor para 3 em cada 10 pessoas entrevistadas, incluindo acionistas. Cadernetas de Poupança são tidas pelo público como possuidoras do atributo; logo após colocam-se os imóveis; os acionistas não compartilham dessa opinião com o público. Para estes, o investimento em ações é mais rentável do que o em Cadernetas. Fundos de Investimento situa-se em quarto lugar entre os sete tipos de alternativas.

O investimento em ações é visto igualmente como o segundo melhor em termos de liquidez na opinião do público, que continua privilegiando Imóveis em sua avaliação. As diferenças percentuais apresentadas por Imóveis e Ações, quando comparadas com os outros tipos de investimentos apresentados para avaliação, são relativamente grandes em termos de liquidez.

No entanto, os acionistas da amostra colocam Ações par a par com Imóveis como os investimentos de maior liquidez. Este e os outros resultados verificados entre os acionistas demonstram que eles avaliam positivamente o tipo de investimento pelo qual optaram em maior proporção do que o público americano em geral. Confirmando ainda mais essa interpretação, observamos, na última coluna à direita da tabela 9, relativa ao melhor investimento entre todos e em geral que, enquanto apenas 8% do público acham que Ações são **o melhor,** 23% dos acionistas têm essa opinião. Para o público, Cadernetas de Poupanças, Imóveis, Casa Própria e Títulos do Governo estão à frente de Ações, mas, mesmo assim, a diferença percentual verificada entre este grupo e acionistas não é substancial — 7% com relação a Cadernetas e 2% a Imóveis.

Um teste sobre as atitudes do público e dos acionistas, na pesquisa SIA, nos esclarece melhor como ambos avaliam o mercado. A intenção dos pesquisadores ao introduzir a situação de teste foi a de obter uma resposta verbal para um possível comportamento em condições objetivas. Aos entrevistados foi perguntado qual seria a aplicação que fariam caso a eles fosse dada uma certa quantia em dinheiro para para ser investida. Em sua maioria, 56% dos entrevistados responderam que não investiriam em ações. Três em cada dez entrevistados disseram que poderiam, eventualmente, vir a investir a quantia em ações.

Entre os acionistas, 58% investiriam em ações, mas apenas 26% dos não-acionistas os acompanhariam nessa decisão.

Embora não conclusivo, o teste fornece uma informação valiosa para as firmas corretoras: o indivíduo que é acionista realmente tende

a ver o investimento em ações como confiável, isto é, ele continua sendo trabalhável por uma política de vendas que o chame a participar cada vez mais do mercado. Por outro lado, o americano não acionista **deve** ser trabalhado cuidadosamente pelas firmas visto que suas intenções de comportamento futuro, dadas as condições financeiras para tal, não parecem incluir o mercado de títulos como opção de investimento.

11. COMPORTAMENTO DAS CORRETORAS

Na pesquisa da SIA, os entrevistados manifestaram sua opinião sobre o comportamento das firmas corretoras com relação a seus clientes. Como já vimos antes, o americano com algum conhecimento ou informação sobre o mercado de títulos tende a ter atitudes mais favoráveis para com as corretoras. Mas quando se coloca para ele o problema do tratamento preferencial dado por estas firmas a certos clientes, o público e os acionistas expressam uma opinião crítica a este respeito, como se pode verificar na tabela 10.

TABELA 10 — Tratamento Dispensado aos Investidores pelas Corretoras na Opinião do Público e Acionistas Entrevistados pela SIA em 1972

(em %)

RESPOSTAS	PÚBLICO TOTAL	ACIONISTAS
Trata a todos igualmente	14	14
Favorece alguns	43	61
Não sabem responder	43	25
Quem é favorecido? [a]		
Percentagem perguntada	*43*	*61*
Investidores Institucionais	32	47
O experiente investidor individual	13	18
Pequeno Investidor	[b]	[b]
Outros	1	1
Não sabem dizer	1	2

a) Alguns entrevistados indicaram mais de um favorecido, daí as percentagens ultrapassarem os 43% e 61% que deveriam responder a esta pergunta.
b) Menos de 0,5%, desprezível na apresentação original dos resultados pela SIA.

Fonte: SIA-1972.

Apenas 14% do público percebem um tratamento profissional neutro aos clientes por parte das corretoras, no que coincide com a opinião dos acionistas. Estes, provavelmente devido a sua experiência direta com o mercado de títulos, notam em maior proporção (61%) o tratamento preferencial diferenciado das corretoras com relação a seus clientes. Deste percentual dos acionistas, 47% nomeiam os investidores institucionais como os mais favorecidos e, 18%, o investidor individual possuidor de informações e conhecimentos sobre o mercado

de títulos. Entre o público em geral, essas percentagens são 32% e 13%, respectivamente. O pequeno investidor é o prejudicado pelo tratamento diferencial tanto aos olhos do público quanto aos dos acionistas. Esses resultados assumem maior importância — podendo contribuir como mais um **motivo** para não se investir em ações — devido à constatação de que cerca da metade de todos os investidores americanos são classificados como **pequenos,** independentemente do critério escolhido como definidor dessa categoria de investidor.

Mesmo percebendo entre as corretoras esse comportamento profissional não recomendável, tanto o público geral entrevistado como o grupo de acionistas colocam os padrões éticos e as práticas profissionais do mercado de títulos como altos. Sem apresentarmos a distribuição percentual completa das respostas, podemos indicar que a SIA constatou ser de 57% a percentagem do público e de 79% dos acionistas que acham altos os padrões éticos do mercado.

No total, quase 4 entre 10 entrevistados não souberam responder se os padrões éticos são altos ou baixos.

12. RELIGIÃO E POLÍTICA

Antes de passarmos aos fatores responsáveis pelo descontentamento dos acionistas para com o mercado, apresentaremos os resultados encontrados pela **Gallup,** em 1972, no que diz respeito a partido político e religião de acionistas e não-acionistas responsáveis pelas divisões financeiras das unidades familiares pesquisadas.

TABELA 11 — Filiação Partidária e Religião de Acionistas e Não-Acionistas Chefes ou Responsáveis por Unidades Familiares — GALUP 1972

(em %)

IDENTIFICAÇÃO	ACIONISTAS	NÃO ACIONISTAS	PARTICIPAÇÃO DOS ACIONISTAS NA CATEGORIA
Filiação			
Republicanos	36,7	24,9	30,5
Democratas	26,6	43,4	15,4
Independentes	36,7	30,4	26,6
Outros	—	1,3	—
NÃO ACIONISTAS	(100)	(100)	—
Religião			
Protestantes	60,9	63,6	21,5
Católicos	26,7	26,9	22,2
Judeus	4,2	1,8	40,6
Outros	3,3	3,4	21,8
Nenhuma	4,9	4,4	23,9
	(100)	(100)	

Fonte: Gallup-Dezembro 1972

Os resultados referentes à filiação partidária não surpreendem. Republicanos tendem, na população geral, a ser economicamente mais privilegiados do que os Democratas. (Berelson, Lazarsfeld, and McPhee, 1954; Lane, 1959; Campbell, Converse, Miller, and Stokes, 1964).

Enquanto quase 3 em 10 Republicanos são acionistas, apenas 15% de todos os Democratas entrevistados possuem ações. Os independentes, em geral mais afluentes do que os Democratas, aparecem em segundo lugar como acionistas, sendo que mais de 1/4 dos integrantes desta categoria são acionistas.

Não há diferença significativa entre protestantes e católicos quanto ao atributo ser ou não ser acionista. O resultado mais expressivo refere-se, entretanto, aos judeus, que representam apenas 4,2% dos acionistas. Entre estes, como um todo, 40,6% são acionistas, o que revela uma orientação nítida desse grupo religioso para o mercado de títulos/ações.

Indiretamente, podemos também concluir dos resultados relativos à filiação partidária e participação no mercado de títulos, a influência exercida pela renda do indivíduo em sua decisão de tornar-se acionista. Por exemplo, se adotarmos a hipótese de que a propensão ao risco explica a decisão do indivíduo no mercado de títulos, difícil seria conciliar esta hipótese com os resultados empíricos que indicam serem justamente as pessoas mais conservadoras — os republicanos, aqueles que investem em maior número. E um indivíduo conservador tende a evitar o risco de um modo geral. A explicação mais plausível para esse fato é que essas pessoas conservadoras possuem um nível de renda mais alto do que as menos conservadoras. Neste caso, os democratas apresentam portanto condições de deslocar maior parte de sua renda para o mercado de títulos, independentemente de suas atitudes face ao risco inerente às operações do mercado financeiro.

13. O DESENCANTO DO INVESTIDOR

Desde o censo de 1970, o mercado de títulos e de ações americano vem experimentando um declínio no nível de atividades do acionista individual. Vários fatores podem ser apontados como responsáveis por este declínio. Ao nível macro, por exemplo, o aumento assustador dos índices do custo de vida e da inflação, as ameaças de recessão econômica, as mudanças drásticas (nem sempre congruentes com a expectativa do público) na política econômico-financeira — como a Fase I do Programa de Nixon anunciada no verão de 1970 — a crise de energia, etc., certamente refletiram no comportamento do investidor.

Além disso, a própria **Wall Street** apresentou sinais de crise já no ano de 1969, quando várias firmas corretoras desapareceram do mercado. Como a revista TIME observou em julho deste ano, tanto as

cotações quanto os volumes de negócios com ações continuam em declínio desde janeiro de 1973.

> **Since then Big Board firm have liquidated or merged, and the survivors have suffered staggering losses — $47.8 million for the 435 remaining NYSE retail firms in April of this year alone. Last week** [semana entre 1.º e 7 de julho de 1974] **is was the turn of one Wall Street's oldest houses: W. E. Hutton & Co., founded in 1886, confirmed that it was talking merger with Thomson & McKinnon Auchincloss Kohlmeyer Inc.**

A revista especula ainda sobre a possibilidade de 100 outras firmas estarem em vias de serem incorporadas e de 50 outras desaparecerem do **Big Board.**

É claro que isso decorre da situação do mercado, mas uma outra conseqüência é do tipo **boomerang:** o desempenho negativo das firmas influencia, também negativamente, o investidor.

No estudo conduzido pela **Harris,** os 71 investidores (aqui, os entrevistados possuíam características de investidores e não de meros acionistas) qualificaram como um desastre financeiro, para eles, o declínio nas cotações verificado durante o período 1970-71. Para os entrevistados possuíam características de investidores e não de meros de serviços, o fracasso de várias firmas durante o mercado em baixa **(bear market)** de 1970-71, os rumores sobre os benefícios obtidos pelos **insiders** e as investigações sobre o mercado de títulos e ações pelo Congresso funcionaram como motivos para as atitudes negativas que os investidores passaram a ter depois de 1970.

Daí "Harris" ter constatado, diferentemente do que foi verificado em outras pesquisas comentadas neste artigo, que o mercado não é mais visto com respeito e confiança por seu público, nem mesmo por aqueles que eram seus melhores clientes. O investidor percebe ainda como motivos para sua atitude negativa: o mau tratamento e a pouca atenção a ele dispensados pelas firmas corretoras; o aumento nas taxas e comissões; a atenção demasiada que recebe o investidor institucional às expensas dos investidores individuais, sejam estes grandes ou pequenos; e os fracassos do desempenho das corretoras entre 1969 e 1971.

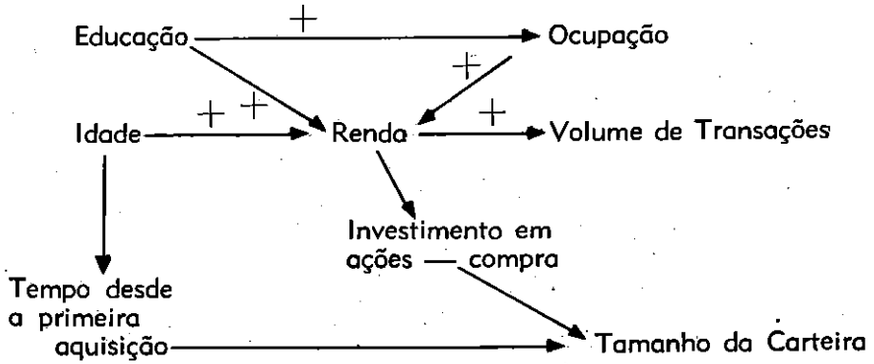
Diante da nova orientação dos investidores americanos, uma decisão radical é sugerida tendo em vista os resultados da pesquisa: deverá ser implementada uma política visando reverter a enorme falta de fé (sic) dos investidores no mercado de títulos e ações.

14. CONCLUSÃO

Na primeira parte deste artigo, o autor procurou apresentar algumas variáveis que caracterizam o acionista americano com base em algumas pesquisas empíricas e em dados do censo da Bolsa de Valores de Nova Iorque. Entretanto, por falta de espaço, não nos foi dado fazer uma apresentação mais exaustiva do tema. Desta forma, não se pode concluir que o trabalho traçou o perfil do acionista ou do investidor americano. O leitor interessado deverá consultar a bibliografia indicada ao final do artigo para uma visão mais sistêmica da nossa unidade de análise ou mesmo um conhecimento pormenorizado de suas várias características.

Na segunda parte, procuramos abordar as disposições psicológicas do acionista. Um breve comentário foi introduzido sobre um grupo de 71 investidores, entrevistados intensamente a respeito dos fatores responsáveis pelo seu desencanto com o Mercado de Ações desde os primeiros sinais de crise observados no ano de 1969. A pesquisa "Harris" verificou a insatisfação do investidor e recomenda a necessidade de uma política geral, que procure reconquistar a confiança que o investidor tinha no mercado de títulos e ações.

Nenhum dos estudos comentados aqui apresenta uma teoria explicativa do ato de investir em títulos e ações. Se assumirmos como fidedignas as relações identificadas entre as variáveis pesquisadas e, entre estas e a decisão ou ato de investir, o modelo que se segue pode ser proposto como uma sistematização da influência de algumas variáveis relevantes no comportamento do indivíduo face à decisão de investir em títulos e ações.



O sinal + indica que a direção da relação é positiva, isto é, a um aumento do volume ou grau na variável **X** corresponde um aumento na variável **Y** de igual sentido. A renda é, de um modo geral, o fator preponderante nas tomadas de decisões dos que aplicam no mercado de títulos. Entretanto, como renda é determinada por outras variáveis — como educação e ocupação, por exemplo — devemos ser cautelosos na interpretação de uma correlação estatística, ainda que alta, entre renda e aplicação em ações. Isto porque, em alguns casos, uma outra variável ou variáveis podem assumir valores mais significativos para o indivíduo quando do processo de formação de decisões alternativas.

Por exemplo, um indivíduo de educação alta (possivelmente mais bem informado) com renda inferior à de um indivíduo de educação baixa (talvez menos informado) poderá optar pela aplicação em ações, enquanto o segundo opta pelo mercado imobiliário (mesmo tendo **renda suficiente** para ingressar no mercado de títulos) justamente por não possuir condições de se informar, conhecer e avaliar o **complicado mercado** financeiro.

Uma outra situação possível ocorre quando indivíduos com o mesmo nível de renda tomam diferentes decisões sobre como aplicar parte de seus rendimentos ou poupanças devido a diferentes **motivações.** Um investirá em ações, vamos supor, porque seu objetivo é obter lucros a curto prazo; o outro investirá em imóveis porque sua intenção é garantir a segurança e a valorização a longo prazo.

Renda, portanto, é uma **condição necessária** para que haja investimento no mercado de títulos, mas não constitui uma **condição suficiente;** se assim o fosse, todo indivíduo de determinado nível de renda seria um investidor neste mercado. Como fator preponderante, renda é condição **necessária e cooperante** (esta amplia a probabilidade de que o indivíduo se decida por algo) na tomada de decisão de investir no mercado de títulos.

Para finalizar, devemos enfatizar que, como todo modelo, o da figura apresentada não pretende ser mais do que uma tentativa de melhor focalizar e abstrair a realidade, na expectativa de sugerir um conjunto de relações entre variáveis, passíveis de verificação empírica que facilitem a compreensão (e posterior explicação teórica) do ato de indivíduos **vis-à-vis** o mercado de títulos. A elaboração de modelos é um recurso heurístico que não pode ser um substituto para a teoria, a qual não só explica ou procura explicar, mas também oferece previsões sobre o fenômeno sob estudo com uma determinada probabilidade de estarem corretas.

BIBLIOGRAFIA

Pesquisas

1 — New York Stock Exchange, Inc., Research Department. A *Detailed Look at the Individual Investor — Marketing Highlights from the 1970 NYSE Shareownership Study.* New York: 1971.

2 — Securities Industry Association. *The Public and Investors Evaluate the Securities Industry — A Nationwide Study Among the General Public Conducted for Securities Industry Association by The Opinion Research Corporation.* New York: November 1972.

3 — Investment Company Institute. *1973 Mutual Fund Fact Book.* Washington, D.C., 1973.

4 — New York Stock Exchange, Inc., Research Department, elaborado por Harvey Hatz, baseado na Louis Harris & Associates, Inc. *The Disenchanted Investor — Factors Affecting His Stock Market Activity.* New York: May, 1973.

5 — ———, preparado por Harvey Hatz, baseado na Gallup Organization. *Some Measures of Shareownership Penetration,* New York: August, 1973.

6 — Melo, José Luiz Pereira de. *Brazilian Students in the U.S.: A Study of Change in Political Orientation.* Unpublished Doctoral Dissertation. Evanston, Illinois: Northwestern University, August, 1973.

LIVROS

1 — Berelson, Bernard R., Lazarsfeld, Paul F., and McPhee, Willian N. Voting — *A Study of Opinion Formation in a Presidential Campaign.* Chicago: The University of Chicago Press, 1954.

2 — Lane, Robert E. *Political Life — Why and How People Get Involved in Politics.* New York: The Free Press, 1959.

3 — Campbell, Angus, Converse, Philip E., Miller, Warrer E., and Stokes, Donald E. *The American Voter* (An Abridgement). New York: John Willey & Sons, Inc., 1964.

REVISTAS

1 — Time Magazine, June 17, 1974.

2 — ———, July 15, 1974.

Instituições Associadas ao Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais

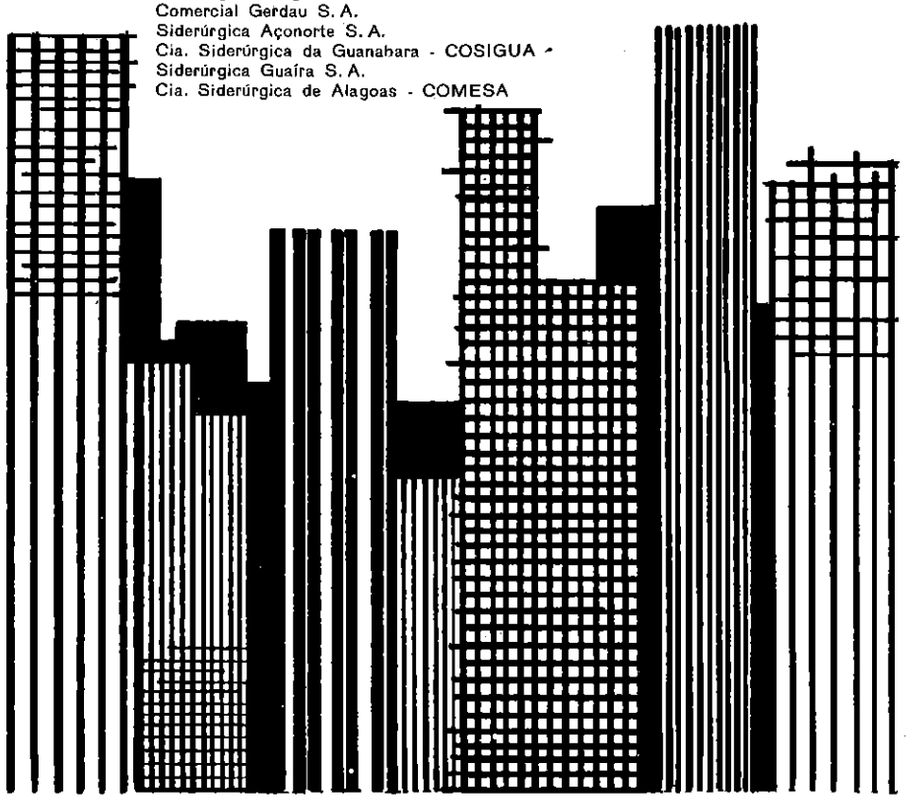
ABAMEC-RIO — Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais ....
AGGS — Indústrias Gráficas S/A .....
Alexandre Dale — Sociedade Corretora de Câmbio e Valores Imobiliários Ltda. ..
Almeida e Silva S/A — Corretora de Títulos e Valores .....
AMDIVAL — Associação Mineira das Distribuidoras de Valores .....
APLIK S/A — Crédito, Financiamento e Investimento .....
ARIJÚ S/A — Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários .....
ART-IMÓVEIS Publicidade Ltda. .....
Ayrton Rodrigues da Silva — Corretora de Valores e Câmbio Ltda. .....
BIB — Corretora de Valores Mobiliários S/A .....
BMG — Banco de Investimento S/A ...
BMG — Corretora S/A .....
Banco da Amazônia S/A .....
Banco Aymoré de Investimento S/A ...
Banco Bamerindus de Investimento S/A
Banco Bazano, Simonsen de Investimento S/A .....
Banco Bradesco de Investimento S/A ..
Banco Brascan de Investimentos S/A ...
Banco do Brasil S/A .....
Banco Brasileiro de Investimentos Ipiranga S/A .....
Banco de Crédito Real de Minas Gerais S/A .....
Banco Crefisul de Investimento S/A ...
Banco Denasa de Investimento S/A ....
Banco Econômico de Investimento S/A .
Banco do Estado do Ceará S/A — BEC .
Banco do Estado do Espírito Santo S/A
Banco do Estado da Guanabara S/A ....
Banco do Estado do Rio Grande do Sul
Banco do Estado de São Paulo S/A ....
Banco Finasa de Investimentos S/A ....
Banco Halles S/A — em liquidação ....
Banco Halles de Investimentos S/A (em liquidação) .....
Banco Industrial de Investimento do Sul S/A .....
Banco de Investimento do Brasil S/A ..
Banco de Investimentos Copeg S/A ....
Banco de Investimento Credibanco S/A .
Banco de Investimento Industrial S/A — INVESTIBANCO .....
Banco de Investimentos Lar Brasileiro S/A .....
Banco Itaú Português de Investimento S/A .....
Banco Multi de Investimento S/A — MULTIBANCO .....
Banco Nacional S/A .....
Banco Nacional Brasileiro de Investimentos S/A .....
Banco Nacional de Investimentos S/A ...
Banco do Nordeste do Brasil S/A .....
Banco Novo Rio de Investimentos S/A .
Banco Real de Investimento S/A .....
Banco Safra S/A .....
Banco Safra de Investimento S/A .....
Banco de São Paulo S/A .....
Boavista-Rio S/A — Corretora de Câmbio e Valores Ltda. .....
Bolsa de Valores de Minas Gerais .....
Bolsa de Valores de Recife .....
Bolsa de Valores do Rio Grande do Sul .
Bolsa de Valores do Rio de Janeiro .....
Boston Financeira S/A .....
Boucinhas, Campos, Coopers e Lybrand Ltda. .....
Brant Ribeiro Sociedade Corretora de Câmbio e Títulos S/A .....
C. Liberal — Corretora de Valores Mobiliários Ltda. .....
Caixa de Registros e Liquidação da BVRJ
Capta S/A — Sociedade Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários .....
Caravello S/A — Corretores de Valores e Câmbio Ltda. .....
Castelpoggi — Sociedade Corretora de Valores e Câmbio Ltda. .....
Célio Pelajo — Corretora de Câmbio e Valores S/A .....
Chaves Corretora de Valores S/A .....
City Bank — Crédito, Financiamento e Investimento S/A .....
Coderj — Crédito, Financiamento e Investimento S/A .....
Comércio Indústria Induco S/A .....
Companhia Alterosa de Cervejas .... ..
Companhia Carioca Industrial .....
Companhia Cervejaria Brahma .....
Companhia Cimento Portland Itaú .....
Companhia Docas de Santos .....
Companhia Fluminense de Tecidos .....
Companhia Força e Luz Cataguases — Leopoldina .....
Companhia Industrial de Café Solúvel Dinamo .....
Companhia Ipiranga Corretora de Câmbio e Títulos .....
Companhia Paulista de Fertilizantes ...
Coroa S/A — Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários .....
Corretora Auxiliar S/A — Câmbio e Títulos Mobiliários .....
Corretora Nacional de Fundos Públicos Ltda. .....
Corretora Paulo Willemsens — Títulos, Valores e Câmbio .....
Cotibra S/A — Corretora de Câmbio e Títulos Mobiliários .....
Crecif — Crédito, Financiamento e Investimento S/A .....
Credibrás — Financeira do Brasil, Crédito, Financiamento e Investimento ...
Crefinan S/A — Crédito, Financiamento e Investimento .....
Delfim Araújo S/A — Corretora de Valores Mobiliários .....
Delfim Rio S/A — Crédito Imobiliário ..
Delmonte S/A — Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários .....
Dinamiza S/A — Corretora de Valores Mobiliários .....
Dreyfus Cattan S/A — Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários
Duarte Rosa S/A — Corretora de Câmbio e Valores .....
Editora de Guias LTB S/A .....
Escritório Corbiniano S/A — Corretagem de Valores .....
Escritório Godoy — Corretagem de Valores .....
Escritório Levy — Sociedade Corretora Ltda. .....
Escritório Ruy Lage — Sociedade Corretora de Títulos Ltda. .....
Fator Corretora de Títulos S/A .....
Fininvest S/A — Crédito, Financiamento e Iinvestimento .....
Garantia — Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários Ltda. .....
Gefisa S/A — Corretora de Câmbio e Valores .....
Gomes de Almeida Fernandes — Empreendimentos Imobiliários S/A .....
Guerrero, Telles e Rodrigues — Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Ltda. ..
Halles Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S/A (em liquidação) ....
Henrique Guedes de Mello — Corretora de Câmbio e Valores Ltda. .....
ICI — Banco de Investimentos, Comércio e Indústria de Minas Gerais S/A
Marka S/A — Sociedade Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários Ltda. ..
Laureano S/A — Corretora de Valores ..
Letra S/A — Crédito, Financiamento e Investimento .....
Libra S/A — Sociedade Corretora de Títulos e Valores Mobiliários .....
Livraria José Olympio Editora S/A .....
M. Marcello Leite Barbosa — Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários Ltda.
Mandarino S/A — Corretora de Valores e Câmbio .....
Mazza — Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. .....
Minas Goiás Distribuidora Nacional de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. ..
Multiplic S/A — Sociedade Corretora ..
Multi-Renda — Corretora de Títulos e Câmbio Ltda. .....
N.R.I. do Brasil — Pesquisa e Planejamento Ltda. .....
Nacional Brasileiro S/A — Crédito, Financiamento e Investimento .....
Ney Carvalho — Corretores Ltda. .....
Nova Coderj — Companhia de Desenvolvimento do Estado do Rio de Janeiro
Omega S/A — Corretora de Valores Mobiliários e Câmbio .....
Open — Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. .....
P. L. — Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. .....
Parfisa — Corretora de Títulos, Valores e Câmbio Ltda. .....
Quantia — Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. .....
S/A Moinho Santista — Indústrias Gerais .....
S. B. Sabbá — Crédito, Financiamento e Investimentos S/A .....
S. G. — Corretora de Valores Mobiliários S/A .....
S. N. Crefisul S/A — Sociedade Corretora
Safra S/A — Corretora de Valores e Câmbio .....
Savio — Corretores de Câmbio e Valores Ltda. .....
Siderúrgica Riograndense S/A .....
Sociedade Corretora Cabral de Menezes Ltda. .....
Sodril S/A — Corretora de Títulos e Valores .....
Sul América — Cia. Nacional de Seguros de Vida .....
Tecno-Invest. — Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. .....
Umuarama S/A — Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. .....
União de Bancos Brasileiros S/A .....
União de Empresas Brasileiras S/A .....
Veplan — Residência, Empreendimentos e Construções S/A .....

Há sempre uma cidade crescendo com a nossa ajuda

Os pregos, os laminados e os trefilados de aço produzidos pelas Empresas integrantes do Grupo Gerdau estão presentes na maioria das obras de construção civil do País.
Graças a estes produtos, construções mais sólidas e funcionais estão crescendo nas cidades brasileiras.

Grupo Gerdau

Metalúrgica Gerdau S. A.
Siderúrgica Riograndense S. A.
Comercial Gerdau S. A.
Siderúrgica Açonorte S. A.
Cia. Siderúrgica da Guanabara - COSIGUA
Siderúrgica Guaíra S. A.
Cia. Siderúrgica de Alagoas - COMESA



Imobilizações e Reintegrações nas Empresas de Leasing

A. Lopes Sá *

1. "Leasing" e contabilidade; 2. Imobilizado de "leasing";
3. Reintegrações de capital nas empresas de "leasing".

1. LEASING E CONTABILIDADE

1.1. O Fenômeno Contábil do Leasing

1.1.1. Conceito de Fenômeno e Metodologia Científica

Escrevia Pierre F. Pecaut que **a Ciência propõe-se a explicar os fenômenos, achando as leis que unem uns aos outros** (Philosophia — Scientifica — Edição Garnier).

O objeto das ciências tem sido, por conseguinte, a perseguição da verdade, de forma lógica, através do relacionamento de fatos, construindo-se, assim, seu conhecimento específico.

Os fatos, também denominados fenômenos, são as ocorrências ou acontecimentos perceptíveis formadores do **objeto** de observação.

Entretanto, como afirma sabiamente Johannes Hessem (Tratado de Filosofia — Tomo I — pág. 80 — Editorial Sudamericana — Buenos Aires, 1957): **A Filosofia e as ciências especiais não só se diferenciam pelo seu objeto, mas também pelo seu modo de conhecer.**

* A. Lopes Sá é Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade do Brasil e Professor Catedrático e Livre Docente da Faculdade Nacional de Ciências Econômicas da mesma Universidade.

Portanto, o mesmo fenômeno ou acontecimento pode servir de objeto a diversas disciplinas, mas em cada uma delas será observado sob um **modo** especial ou **finalidades** do ramo.

Assim, a Física e a Química, possuindo o mesmo objeto, trabalhando com os mesmo elementos (a matéria), têm, todavia, o seu **modo próprio de conhecê-los;** a primeira estuda as transitoriedades e a segunda as transformações íntimas.

O mesmo ocorre quando analisamos o fenômeno da Compra de Mercadorias; embora o fato seja um só, diversas ciências têm o seu **modo** de tomar conhecimento dele: o direito, a economia, a contabilidade, a administração.

Por conseguinte, cientificamente, os fenômenos necessitam de análise sob métodos próprios, de modo a construirem relações em torno de finalidades definidas, respeitando-se os seus objetos, mas sob condições metodológicas próprias.

Os fatos, entretanto, como manifestações de essência, de matéria, daquilo que existe, têm a sua própria razão de ser, como escreveu Hegel: **A existência imediata é caráter comum da subsistência e da forma; e é por isso tão extrínseca ao caráter do conteúdo, quanto é essencial este caráter extrínseco, que ele tem mediante o momento da sua subsistência. O fenômeno considerado assim é a relação consistente nisso, a saber que uma mesma causa, o conteúdo é a forma desenvolvida, é a exterioridade e contraposição de existências independentes e a sua relação de identidade: nesta relação somente os elementos distintos são o que são.** (G.W.F. Hegel — Enciclopédia das Ciências Filosóficas — Vol. I — 1.ª edição — Athena Editora — Rio de Janeiro — pág. 141).

Sendo o que essencialmente representam uma exteriorização perceptível, não têm, todavia, por si só, a condição de enfoque científico, se não estudados através de um prodigioso conjunto de raciocínios lógicos, condicionados a um método rigorosamente lógico como fundamento.

Das concepções hegelianas até as mais modernas manifestações da filosofia científica, da Noética ou Gnoseologia, da Heurística, as convenções humanas têm dispensado aos fenômenos e às teorias das quais emergem as leis que estruturam o objeto científico, o rigor necessário quanto às suas manifestações, mas cada vez mais fortemente condicionando o estudo às metodologias ou **modo de conhecê-los.**

1.1.2. Conceito de Fenômeno Contábil

Os fenômenos contábeis são as manifestações da riqueza administrada, ou seja, os acontecimentos ocorridos com o patrimônio das empresas e das instituições.

Os referidos têm o seu campo de vida delimitado na sociedade humana e só são expressivos se relacionados à vida do homem na qualidade de componente de uma coletividade com a qual se relaciona.

Surgem nas aziendas, que são organizações que vivem no mundo social, integrando uma coletividade organizada.

Seja qual for o regime social, quer de economia livre, ou controlada, quer democrático, monárquico, ou coletivista, o conjunto de uma Nação estará sempre composto de famílias, indústrias, bancos, escolas, lojas, clubes, transportadoras, associações de classe, fazendas, etc., que representam um sistema de bens e pessoas, estas se utilizando daqueles para a colimação de objetivos individuais ou coletivos e às quais atribuímos a denominação genérica de aziendas.

Dentro destes sistemas originam-se e desenvolvem-se os fenômenos contábeis, nascendo com o surgir das próprias aziendas.

A formação do patrimônio, ou seja, da riqueza como matéria essencial constituída para a satisfação das necessidades humanas, é fator indispensável para o nascimento da azienda e, portanto, podemos afirmar que os fenômenos formadores do objeto de nossos estudos nascem, desenvolvem-se, evoluem e perecem no sistema aziendal.

A vontade humana é o fator de nascimento, embora, no evoluir da vida aziendal, ocorram fenômenos que se derivam e tomam forma própria, transcendendo à própria vontade.

O ambiente de vida do fato patrimonial é, por conseguinte, a azienda, embora sofra influências exógenas do mundo social onde esta vive.

O normal, entretanto, é a vontade do homem produzir ações que dinamizem o patrimônio e que provoquem o aparecimento dos fenômenos contábeis.

A origem é, por conseguinte, a riqueza que se governa para a obtenção dos fins humanos, e por esta razão a grande causa é sempre o próprio homem, embora não seja ele o exclusivo agente.

Todavia, para os efeitos essenciais do estudo, em Contabilidade, deve-se adotar, por analogia de método, a mesma abstração que se passa no campo de outra ciência; não estudamos o homem, mas a riqueza, ou seja, a ação provocada pelo homem, em cada ato, em causa e efeito, no conjunto patrimonial.

Assim, por exemplo, a aquisição de um imóvel a dinheiro gera uma operação de compra cujo efeito é o investimento em um prédio e a causa a existência de meios de pagamentos (dinheiro), havendo neste ato um câmbio na estrutura da riqueza governada.

Não nos preocupam basicamente as relações de direitos e obrigações, nem as de natureza social que poderiam ocorrer, nem quaisquer outras, mas, exclusivamente, as influências produzidas sobre a riqueza aziendal.

Não se procura estudar a ação do homem como agente ou ser, mas o fenômeno ocorrido com a riqueza como fator que esta representa na obtenção do escopo das empresas ou das instituições.

Interessa-nos examinar como a origem ou o nascimento de um fato contábil circunscreve-se ao patrimônio da azienda porque esta é a área científica do nosso objeto de estudos.

Ao se analisar quaisquer destes fatos, faz-se necessário conhecer bem toda a complexidade de que são compostos e só podemos efetivamente classificá-los conscientemente quando não nos deixamos envolver por **semelhanças, aparências** ou **aspectos parciais.**

Como o patrimônio é composto de componentes básicos que formam a sua estrutura, como existe um subconjunto que se movimenta para especificamente conseguir o objetivo (nas empresas o sistema do crédito), como existem fases, espaços e circunstâncias que influem sobre tais elementos, o estudo nem sempre pode ser feito com a singeleza que possa aparentar.

Por conseguinte, o exame dos fatos deve ser realizado com profundidade suficiente que permita identificar não só todas as relações dos mesmos no conjunto, mas também os ângulos que conduzem à identificação das leis às quais se sujeitam.

Como em todo ramo do conhecimento humano, na Contabilidade não se poderia evitar o aparecimento de fatos novos com características próprias, regendo-se por princípios distintos.

Aplicar a eles, como norma absoluta, os conceitos e procedimentos tradicionais seria, portanto, negar a verdade, distorcer situações e estancar a evolução científica.

1.1.3. Conceito de Leasing e as Interpretações Errôneas que Tem Ensejado

Aparências e semelhanças são instrumentos usuais utilizados quando se procura entender alguma coisa.

O perigo é tomar como **absoluto** o exemplo ou a comparação instrumental. Podemos iniciar um ensinamento dizendo que a terra é parecida com uma bola, mas confudir bola com terra já não é aconselhável...

A tendência comum, todavia, é a de buscar formas simplórias.

Tecnicamente, entretanto, isto, além de causar graves prejuízos, enfraquece a sistematização (que permite o desenvolvimento dos conhecimentos).

Embora seja penoso atingir os conceitos, foram seus conjuntos os formadores das ciências.

Muitos raciocínios foram necessários para permitir as conquistas de hoje.

Como lembrança, Hessem, em sua Teoria do Conhecimento, afirma que muitas operações intelectuais fazem-se necessárias na comparação de objetos para que seja alcançada a verdade e através dela a estrutura dos conhecimentos científicos.

Por isto, quando um assunto novo aflora, exigindo sistematização, necessita ser abrangido em toda a sua extensão.

Até que isto não ocorra circulam deformações conceituais, como vem acontecendo com o problema do Leasing.

Quanto menos se conhece, mais persiste a tendência para **afirmar.** Esta parece ser uma constante em todos os ramos notadamente quando há inquietude conceitual.

Os **convictos** formam a maioria dos que não se aprofundam, mas **emitem opiniões.**

A **cautela** já é mais comum entre os que realmente estudam a forma à base do espírito científico.

Usualmente, entretanto, defrontam-se diversas conceituações. Os **convictos** que ditam cátedra, seguros de que o Leasing é um financiamento, com outros que afirmam ser uma venda a prazo, e com aqueles conceituadores que afirmam ser arrendamento simples e outros que dizem ser apenas um aluguel.

Isolados, esses conceitos limitados são **empíricos.**

A rigor, o Leasing não se identifica, em sentido absoluto, com qualquer deles e o próprio termo inglês não corresponde a uma realidade absoluta do que ocorre no mercado.

Isto porque os fenômenos econômicos, tais como os das demais ciências, envolvem dificuldades de expressão.

Quando Meyerson escreveu sua obra **Identidade e Realidade,** reconheceu que os acontecimentos observados estão geralmente envolvidos por perturbações conceituais e por fenômenos accessórios que impedem, inclusive, a enunciação de leis sob o seu aspecto **puro.**

Daí a dificuldade de situar objetos e sujeitos quando buscamos disciplinar o conhecimento.

Muito bem ilustra o assunto a estória dos quatro cegos que sem jamais terem enxergado, tentaram definir um elefante.

O primeiro, tocando a tromba, disse que o animal era semelhante a uma **cobra.**

O segundo, tocando as pernas, negou o conceito do primeiro e afirmou que o elefante era como um **tronco de palmeira.**

O terceiro, apalpando o corpo, na parte central, negou os outros dois conceitos e disse que o elefante se parecia com uma **parede,** e o quarto, tocando os dentes, discordou dos outros três e afirmou que o elefante era como uma **lança.**

Cobra, Tronco de Palmeira, Parede e Lança foram as semelhanças encontradas para conceituar a forma de um elefante.

Financiamento, Venda a Prazo, Aluguel e Arrendamento, são as semelhanças encontradas para conceituar o Leasing.

O conceito **simples,** popular, pode ser aquele que mais agradar, mas tecnicamente, aprofundando, estudando a questão, deve-se reconhecer que se trata de um **sistema** ou **conjunto.**

Se vamos explicar a alguém que jamais viu o assunto, podemos começar por formar conceitos, e, partindo de outros já conhecidos, introduzir habilmente uma idéia.

Imagine um aluguel, imagine uma venda muito tempo depois, imagine um recurso financeiro, junte tudo isto e comece a entender...

Este é o processo didático, mas não um conceito técnico.

Na realidade, analisando-se a vida das empresas que operam em Leasing e a prática dos que se utilizam de tais recursos, chega-se rapidamente a muitas conclusões que ajudam a definir a matéria.

Uma empresa de Leasing, por exemplo, não tem **estoque** de coisa alguma.

Portanto, não é **Vendedora** como as que **provisionam para oferecer.**

Não é uma **captadora de depósitos,** nem de **poupanças** e nem cede **dinheiro;** portanto, não é **financeira** nem **Banco.**

Não pretende conservar a posse do que comprou e por isto não é uma **locadora** no sentido comum, nem uma **arrendadora.**

No entanto vende, procura recursos para permitir a compra do bem, recebe quotas a prazos maiores, aluga ou arrenda, transfere custos de depreciação e amortização.

Realiza todas estas atividades dentro da sua medida, dentro de seu processo, dentro de seu sistema.

Se um industrial pretende uma prensa, por exemplo, a empresa de Leasing compra o que ele quer.

Depois cede o uso daquela coisa específica escolhida, sem qualquer intenção de lucrar sobre a mercadoria.

Apenas imobiliza em um bem que vai ceder em utilização, sem esperar reaver o bem fisicamente.

Forma seu lucro não em venda, nem cessão de dinheiro, muito menos. Não busca seu recurso amealhando fundos de pessoas que investem ou depositam.

Usa seu próprio crédito, seu próprio capital, para comprar.

Seu resultado advém, pois, de uma **prestação de serviços,** basicamente, mas não exclusivamente, porque há todo um sistema de custos a estruturar a operação.

Depende de seu conceito e de sua organização.

Além do mais, depende de estruturar modelos de garantias e variáveis de custos.

Tudo isto é feito de forma tão prática e objetiva que o empresário consegue operar com facilidade.

Facilidade significa tempo poupado, e tempo poupado representa lucro.

Esta é uma das razões básicas da difusão espantosa do Leasing, que vai dominando paulatinamente o mundo empresarial dos principais centros econômicos da atualidade.

O **sistema** de fatos que envolve o Leasing transforma-o, pois, num dos mais eficientes instrumentos de **produtividade.**

Mas é um **sistema** que envolve um complexo de coisas. Portanto, não se deve confundir tal operação com qualquer outra.

Pode haver semelhanças que ensejam raciocínios **analógicos,** mas, objetivamente estudado, o Leasing não se confunde com qualquer dos fatos que compõem ou tangenciam o seu conjunto, ou com aqueles com que pode parcialmente ter alguma semelhança.

1.1.4. O Fenômeno Contábil do Leasing

O Leasing é um fenômeno patrimonial que enseja, obviamente, ângulos distintos de participação no conjunto; se a empresa é usuária o aspecto é singelo, é de custo; se a empresa é quem **lisa** o bem, se a empresa tiver por negócio produzir o rédito através de tal procedimento, o aspecto é complexo.

A complexidade advém da necessidade de toda uma estrutura, com características marcantes, definidas.

Pouco importa como os legisladores tentem interpretar a matéria; o fundamental é que as empresas de Leasing produzem fenômenos peculiares.

Tais particularidades abrangem:

a) Aspectos estruturais do patrimônio;

b) Aspectos de evolução do patrimônio;

c) Aspectos estruturais do rédito;

d) Aspectos de evolução do conjunto do rédito;

e) Procedimentos técnicos nos levantamentos, análise, revisões, apropriações, processamentos e interpretações.

Embora o fenômeno **Leasing** possua as características gerais comuns a todos os outros do patrimônio, envolve relações peculiares.

Quando uma empresa de Leasing adquire um bem, com o qual vai produzir o rendimento pela operação, em geral tal fato envolve diversos outros, formando um conjunto de acontecimentos.

Isto porque, tal como determinados outros ramos, necessita alimentar grandes investimentos em capital fixo com grandes financiamentos da mesma natureza, ou semi-fixos de prazos longos de resgate a terceiros.

Um princípio normal de equilíbrio evidencia-se quando se fazem as comparações de liquidez crescentes com as origens de capitais decrescentes.

Separam-se as naturezas da formação de tais custos quando umas de configuração material às vezes são superadas por outras de natureza não material.

Tais características, surgidas com o fenômeno do investimento básico, são, entretanto, na maior parte dos casos, concomitantemente seguidas daquelas que vão ensejar o rédito pela consignação dos bens ao usuário; passa o componente patrimonial da empresa de Leasing a ser usufruído por outra empresa, inclusive fisicamente, deslocando-se; em contraposição, ocorre a receita, encerrando em seu bojo todo um sistema de recuperações de custo, mais o rédito, sem a ação direta administrativa sobre o bem que resultou da aplicação.

Basta enfocar apenas esta sucessão de ocorrências para que se possa entender a complexidade que traz em seu bojo.

O ato de ceder um bem em Leasing, aparentemente singelo, depende de todo um sistema.

Como fenômeno patrimonial, o Leasing exige mais que o simples ato de comprar um bem, cedê-lo a terceiro para uso e receber em retorno uma prestação que visa a recuperar os custos e trazer um lucro.

Para que esta seqüência aconteça, torna-se necessária uma programação de investir, gerir, recuperar, reaplicar e equilibrar fluxos financeiros.

Considerando os prazos das operações, seu volume, a diversificação das fontes do imobilizado, a grande necessidade dos recursos, a rapidez das reaplicações, a política de distribuição dos riscos, a conduta com relação aos resíduos dos bens, etc., pode-se aferir quanta peculiaridade afeta o problema.

Estas típicas ocorrências transformam o fenômeno patrimonial do Leasing em um típico fato, exigindo considerações especialíssimas.

Os tratadistas tradicionais, logicamente, não abordaram o assunto, menos em razão de sua tipicidade do que por ser uma modalidade que há poucos anos apenas passou a ter expressão.

Pouquíssimos são os trabalhos que se têm dedicado à matéria e algumas normas já aceitas, mesmo em países de maior desenvolvimento, não parecem ter sido inspiradas em uma doutrina que tivesse buscado as razões teóricas mais aceitáveis.

Sendo o Leasing um fenômeno gerado e evoluído dentro do patrimônio, cientificamente necessita ser considerado sob as leis da ciência contábil.

Entretanto, não se deve marginar o preceito de que a Contabilidade, como as demais ciências, evolui em seus conceitos na medida em que novas situações ocorrem.

1.2. O Leasing nas Empresas de Leasing

1.2.1. Empresas de Leasing — Características Gerais

As empresa de Leasing são as que promovem tais operações, ou seja, cedem, para utilização por terceiros, bens nos quais investiram capitas, visando ao lucro.

Não as caracterizam as operações mercantis, porque não mantêm estoques nem compram para oferecer.

Geralmente, por sua natureza, adquirem o que seus clientes pretendem utilizar.

Se após um certo período de fruição do investimento vendem o bem, quase sempre realizam as vendas pelos valores residuais ou finais, sem finalidade de lucro.

Os contratos que realizam não transferem a posse, mas o uso.

Prosseguem possuindo o domínio dos bens que cedem, e, se ocorre a falência do usuário, este não pode incluí-los no acervo falimentar.

Não sendo comerciais, sua estrutura e por conseqüência seus fenômenos diferem dos que naquelas ocorrem; as mercantis compram bens com o objetivo de vendê-los no mesmo estado em que os adquiriram, tendo por características:

a) Manutenção de estoque;

b) Estoques que giram, geralmente a curto prazo;

c) Rédito obtido na operação da venda;

d) Custos básicos gerados pelas aquisições dos bens de venda.

Os fenômenos supra, típicos das empresas comerciais, não ocorrem, por natureza, nas empresas de Leasing.

Por sua vez, tais empresas não possuem características também das instituições financeiras, porque sua fonte de formação do rédito não é diretamente o dinheiro.

Tentar admitir que elas cedem empréstimos seria o mesmo que classificar como financeiras as empresas de incorporação imobiliária.

As empresas de Leasing são bastante características operacionalmente, e fundamentam as suas ações em:

1) Adquirir bens com o objetivo de cedê-los a terceiros para utilização;

2) Adquirir bens que são de indicação, interesse ou preferência dos usuários;

3) Manter a posse dos bens durante o prazo arbitrado de utilização;

4) Permitir opção ao usuário para a aquisição dos bens, pelos valores arbitrados do resíduo dos mesmos;

5) Lastrear a fonte de recursos de seus investimentos em capitais de reembolso a prazos aproximados daqueles das cessões de utilização;

6) Basear as fontes de financiamentos no capital de terceiros, em razão dos volumes requeridos;

7) Reaplicar os retornos ou prestações, de modo a trazer, através dos mesmos, as mais seguras fontes de rédito, com margens capazes de equilibrarem a reditividade, às vezes sacrificada nas operações originárias.

Paralelamente, a gestão desenvolve-se amparada em volume relativamente pequeno de custos complementares (o que não ocorre com as demais comparadas). No entanto, ainda nestes existem áreas bem marcantes de caracterizações.

1.2.2. Características Patrimoniais das Empresas de Leasing

O patrimônio das empresas de Leasing tende a ser formado dos seguintes grupos:

Quanto aos investimentos:

1) Bens Numerários — Dinheiro em proporção necessária à gestão apenas;

2) Créditos por Leasing — Créditos a receber, pactuados em contratos. Os valores, normalmente, visam cobrir o custo das imobilizações de Leasing, os custos financeiros para os investimentos, os custos da gestão e trazer um resultado;

3) Bens de Rendimento — Aplicação transitória em títulos de rendimento para a cobertura de custos de ociosidades financeiras que aguardam aplicação;

4) Imobilizações de Leasing — Investimentos em bens que se destinam à utilização de terceiros e que formam a base das receitas operacionais;

5) Imobilizações de Uso Próprio — Investimentos em bens de uso quase sempre de pequena monta;

6) Imobilizações de Amortização — Valores a amortizar resultantes de custos de financiamentos de terceiros.

Quanto aos financiamentos:

7) Capital Próprio — Capital social, reservas, provisões, fundos, lucros em suspenso (geralmente de 5 a 15% do global das aplicações);

8) Débitos de Funcionamento — Dívidas a fornecedores, em pequena escala;

9) Débitos de Financiamento — Dívidas a financiadores, geralmente em larga escala; e

10) Valores Plurienais de Receitas — Valor das receitas contratadas a serem recebidas.

Quanto aos investimentos, os grupos básicos constituem-se pelas imobilizações de Leasing e pelos Créditos por Leasing.

Ao leigo parece estranha tal configuração.

Sendo o crédito por Leasing derivado da imobilização, não haveria nisto duplicidade de evidência?

De fato, o bem imobilizado não se acha mais à **disposição** da sociedade.

Poderia parecer justo, pois, excluir do ativo tal grupo.

Na realidade, entretanto, é delicada a condição dos fenômenos que efetivamente ocorrem.

Existe, de direito, uma situação que faz conservar a posse do bem; este, inclusive, deve sujeitar-se a uma inclusão gradativa nos custos para a apuração dos resultados.

Também de direito, expressando a verdade, houve a formação de créditos a receber.

Parece uma **duplicação** patrimonial, inflando valores, mas, na realidade, é uma ocorrência deveras característica.

Patrimonialmente, subsistem:

a) Um imobilizado que será imputado ao custo através de suas quotas de depreciação;

b) Um realizável que ocorrerá por pacto contratual.

Em contraposição, como **origem** dos créditos surge a conta que evidencia a Receita Plurienal, ou seja, de realização em diversos exercícios futuros.

Como **origem** do imobilizado figuram os financiamentos reais, quer do capital próprio, quer de dívidas ou débitos de financiamento ou funcionamento.

Enquanto o crédito emerge de uma receita pactuada, a imobilização tem fonte nitidamente patrimonial.

O crédito é dependente da receita e por isto é um valor derivado de um fenômeno híbrido.

Patrimonialmente, o que se tem encontrado na prática, analisando-se o balanço das empresas de Leasing, é a mais expressiva parte dos mesmos encontrar-se lastreada pelos valores referidos.

Quanto às imobilizações, reservamos para análise a segunda e a terceira partes deste trabalho.

No que tange aos créditos, por não constituírem a meta deste trabalho, limitamo-nos ao exposto.

Quanto aos bens de rendimento, são esporádicas as aplicações que visam a proteção da inoperância do dinheiro.

Ocorre, na prática, que a empresa de Leasing, ao conseguir empréstimos de expressão, pode não ter aplicação imediatista para o global.

A espera dos clientes e dos contratos resultaria em perdas acumuladas, porque a incidência dos custos financeiros prossegue independentemente da aplicação ou não dos recursos.

Procuram, então, as empresas de Leasing, proteção contra os custos da inoperância, recorrendo a aplicações em títulos de Open-Market ou de outras naturezas.

Como quase sempre as taxas de remuneração interna do capital são maiores do que as dos recursos provenientes de fora (onde se tem buscado fontes), a aplicação em tais bens de rendimento afigura-se vantajosa.

O **quase sempre** é uma ressalva cautelosa que fazemos, porque diante de circunstâncias de excesso de ingresso do capital estrangeiro, tem o Governo adotado medidas restritivas que resultam em retenções dos valores (em setembro de 1973 era de 40%), o que encarece substancialmente o custo das operações de financiamento.

Patrimonialmente, como ocorre quase sempre, as aplicações em rendimentos através de títulos não são a meta das empresas em questão. Por conseguinte, esta classe de investimentos é de natureza acessória.

1.2.3. Formação do Rédito nas Empresas de Leasing

O rédito nas empresas de Leasing resulta de um conjunto de fenômenos bem típico.

Embora os componentes sejam comuns a todos os sistemas (custos e receitas ou recuperações), variam não só os aspectos qualitativos e quantitativos, mas também os critérios de apuração.

A fonte fundamental do rédito encontra em tais empresas uma perfeita distinção entre a **produção do componente** e a **produção do lucro.**

Comprova-se o princípio científico de que **na produção do rédito os rendimentos são uma circunstância que age conjuntamente a outras numerosas circunstâncias, que economicamente podem ser preponderantes** (Gino Zappa — "Il reddito di impresa" — 2.ª edição — 3.ª reimpressão — editor Giuffré — Milano — pág. n.º 81).

As empresas desta natureza enfrentam taxas padrões ou consagradas em dado momento no mercado de capitais, e, se oferecem ao usuário bens de utilização duráveis em valores de prestações que discrepam do preço comum do dinheiro, não conseguem competir.

Isto porque o preço mensal da utilização do bem é formado por diversos componentes, dentre os quais se incluem:

a) Quota da depreciação do bem em utilização;

b) Quota de amortização dos custos financeiros na aquisição do bem;

c) Quota de amortização dos custos mercantis e gerais do contrato;

d) Quota dos custos complementares previstos;

e) Quota representativa do rédito.

A **recuperação** de investimentos ou receita é constituída de todos estes elementos, e o preço das prestações, ao incluí-los, formando as bases das **Tabelas de Leasing,** condiciona-se às **pressões econômicas** do mercado.

Esta primeira circunstância, preponderante em razão dos critérios operacionais de tais empresas, traz limitações à formação da receita, e, logicamente, por efeito, ao rédito.

A outra circunstância na formação do rédito diz respeito ao custo provocado pelas depreciações.

A terceira parte deste trabalho vai procurar evidenciar os grandes problemas que aí ocorrem, em razão da forma pouco recomendável como tem sido geralmente tratado.

A rigor, a formação do rédito, nas empresas de Leasing, decorre menos do sistema estrutural que das condições como é observado.

Do ponto de vista da Estática Reditual, assim é geralmente estruturado o conjunto:

RECEITAS

1 — **Técnicas**

1.1 — Receitas de Leasing Mobiliários
1.2 — Receitas de Leasing Imobiliários
1.3 — Receitas de Lease — Bach Mobiliário
1.4 — Receitas de Lease — Bach Imobiliários
1.5 — Receitas de Valores Residuais de Bens Lisados

2 — **Complementares**

2.1 — Receitas Financeiras
2.2 — Receitas de Bens de Rendimento
2.3 — Receitas por Recuperações
2.4 — Receitas Eventuais

CUSTOS

1 — **Técnicas**

1.1 — Depreciações do Imobilizado de Leasing
1.2 — Amortização de Custos Financeiros de Imobilizações de Leasing
1.3 — Amortizações de Custos Suplementares de Leasing
1.4 — Custo de Vendas de Resíduos de Imobilizações de Leasing

2 — **Complementares**

2.1 — Custos Administrativos
2.2 — Custos Mercadológicos
2.3 — Custos Financeiros do Capital de Giro
2.4 — Custos Tributários
2.5 — Custos Extraordinários

Ocorre no sistema, todavia, uma nítida distinção de formação de valores:

1.ª — Valores de custos que se formam independentemente das receitas;

2.ª — Valores de custos que se formam paralelamente às receitas.

Na prática, há uma evidente complexidade neste entrosamento, de modo que os custos tendem a se agravar nos exercícios iniciais da vida de tais empresas.

O critério de apuração torna-se, então, um problema.

Se adotarmos o critério de **custos correntes efetivos,** a tendência é a de acusar perdas imediatas; se diferirmos custos para apurar o rédito de unidade de prestação efetivamente recebida, a tendência é a de acusar logo lucros nos primeiros exercícios.

O problema **tempo** é de grande relevância na aferição.

Em geral, o rédito vai ser formado no giro dos valores de recuperação ou receitas.

As peculiaridades do negócio informam-nos, por conseguinte, que doutrinariamente existem duas posições distintas, nas quais os componentes, para efeitos de apuração, situam-se em:

a) Critérios de efetivação correntes;

b) Critérios de efetivação concomitantes.

Os critérios **correntes** são os que consideram custos totais em relação ao tempo, e os **concomitantes** os que só admitem os custos relativos a receitas efetivamente realizadas.

O primeiro fundamenta-se apenas em **saldos de contas,** enquanto o segundo prefere o de **custo de prestação.**

Ou ainda:

a) Os **correntes** cotejam receitas recebidas contra custos realizados;

b) Os **concomitantes** cotejam receitas recebidas contra o custo das receitas recebidas.

O segundo critério (b) encontra procedimento analógico nas empresas imobiliárias onde os resultados, de acordo com a legislação tributária, podem ser apurados em relação às unidades de prestações efetivamente recebidas e das quais destacam-se a amortização do investimento, juros e lucro.

Em tal caso torna-se imprescindível uma adaptação no regime de escrituração, de modo a possibilitar a manutenção de registros de custos.

1.2.4. Planejamento Contábil nas Empresas de Leasing

De acordo com os critérios selecionados para a evidenciação dos fenômenos estabelece-se o Planejamento Contábil das empresas de Leasing.

Um plano de contas não é todo um planejamento.

Quando dizemos **planejamento contábil** abrangemos todo um sistema de evidenciação de fenômenos patrimoniais, ou seja:

a) Plano Geral de Contas

b) Plano de Custos da Operação

c) Plano de Registros dos Bens do Ativo Fixo

d) Fluxo dos Bens do Capital Circulante

e) Programa de Análise Estática das Posições Contábeis

f) Programa de Análise Dinâmica dos Fluxos Gerais

g) Programa de Análise Cinemática ou das Tendências dos Valores

h) Plano de Custos dos Recursos Financeiros

i) Plano de Controle e Coordenação Geral da Contadoria, etc.

Nas empresas de Leasing cumpre-nos observar, em caráter geral, o seguinte:

a — Plano Geral de Contas

Este plano necessita de um elemento de contas, cujos títulos sejam específicos da atividade.

b — Plano de Custos da Operação
O plano de custos da operação deve controlar cada operação realizada, com cada usuário, permitindo estabelecer a incidência dos custos em cada prestação. Mantendo conexão com o Plano Geral, realizará o entrosamento através de contas de controle.

c — Plano de Registros dos Bens do Ativo Fixo
Deverá realizar todos os registros relativos a cada bem lisado, compreendendo não só aquisição, correções, depreciações, mas também as receitas que do mesmo fruíram.

d — Fluxos dos Bens do Capital Circulante
No que concerne aos Fluxos dos Bens do Capital Circulante destaca-se, nas empresas de Leasing, o Fluxo de Caixa, em razão da importância da conjugação de prazos e valores. Considerando as grandes oscilações sofridas, nesse tipo de negócio, pelos componentes do fluxo, as quais são motivadas pelas fontes de recursos e pelas reaplicações, têm-se obtido excelentes resultados através não só da Programação em sistemas de computação eletrônica, mas também de modelos.

e — Programa de Análise Estática das Posições Contábeis

f — Programa de Análise dos Fluxos Gerais

g — Programa de Análise Cinemática ou das Tendências dos Valores
Esses três programas realizam-se em conjunto. O primeiro é de valia histórica e os outros dois têm relevante valor informativo para a tomada das decisões. Nas empresas de Leasing, tanto o volume operacional quanto as tabelas das prestações dependem da utilização desses critérios.

h — Plano de Custos dos Recursos Financeiros
Antes de investir (em operações originais ou derivadas), deve-se realizar, com detalhes, o plano de custo do dinheiro adquirido, tendo-se em vista a influência que os recursos financeiros representam na formação dos custos operacionais. Este plano realiza-se de forma integrada com o de Custo da Operação. Cada contrato financeiro deve gerar uma folha de Custos acompanhada das destinações dos valores.

i — Plano de Controle e Coordenação da Contadoria
Este plano visa garantir a exatidão e o fluxo de informações. Nas empresas de Leasing, deve estabelecer fundamentalmente a ligação e observação:

1 — dos recursos obtidos com as aplicações realizadas;

2 — das aplicações realizadas com a respectiva fruição reditual;

3 — das reaplicações das fruições com as fruições derivadas.

Observa-se, por conseguinte, que o Planejamento Contábil das empresas de Leasing apresenta peculiaridades que exigem uma tipologia dos componentes estruturais e do rédito.

2. IMOBILIZADO DE LEASING

2.1. Imobilizações de Capital

2.1.1. Conceito Doutrinário de Imobilizações

As imobilizações representam um aspecto da riqueza, ou seja, daqueles valores aplicados para serem recuperados geralmente a maior prazo, possuindo, por esta razão, um giro mais lento.

Como as considerações doutrinárias são sempre relativas, o conceito de imobilização depende da aceitação de uma posição estática do capital em relação à qual um bem é estudado.

No que diz respeito ao **ponto convencionado** um investimento pode ser fixo ou circulante, se reintegrado dentro de prazos de tempo considerados como **medidas** da gestão.

A dependência ao fator **momentos de gestão** ou **exercícios** é realmente grande.

Não é o bem em si que se caracteriza como imobilizado, mas a função que vai desempenhar no sistema em relação ao **tempo de permanência** e à recuperação da aplicação no mesmo.

Pouco importa se a destinação, para a classificação genérica do grupo é de uso, fruição, proteção, potencialidade, expectativa, etc...

Todavia, como no capital tudo se destina ao rédito e tende ao giro, só por exceção as imobilizações podem fugir à recuperação financeira; assim, por exemplo, se a empresa adquire um imóvel para evitar que o concorrente ali se instale, pode não ter fruições diretas, nem reintegrações imediatas, mas tudo é feito para **proteger** o rédito e **tender** a reintegrações futuras. Entretanto, a ciência e a técnica não se baseiam nas exceções e por isto, ao se formular o conceito genérico de capital fixo ou de imobilizações, a tendência tem sido admitir tais valores apenas pelo seu aspecto de **congelamento temporário** do giro.

Os que procuram conceituar de forma objetiva o ativo fixo, tendem a situá-lo como aquele que durante a existência da empresa permanece usualmente por 2,5 ou mais períodos contábeis. (W. A.

Paton — Accounting — 1.ª edição — 9.ª reimpressão — 1947 — New York — editor MacMillan — pág. 259).

Genericamente, embora as imobilizações identifiquem-se pelo **tempo de permanência,** existem outros elementos formadores do conceito que complementam a evidência dos fenômenos.

Na medida em que as ciências se aperfeiçoam, há necessidade de ampliar os juízos que levam aos conceitos, porque o conhecimento de uma situação objetiva demanda a mais ampla compreensão da mesma (Hessem — Tratado de Filosofia, já citado na página 228).

É o que se tem procurado fazer na Contabilidade; desde os singelos conceitos de Paton, em sua obra citada, é decorrido meio século (a 1.ª edição, 1.ª impressão da obra citada é de 1924) e, logicamente, a evolução conceitual forçaria novos ângulos de entendimento.

Embora os acréscimos não tenham sido grandes, a realidade é que se operaram.

Não se visou à utilidade do conhecimento acrescentado, mas à verdade, pois não se confundem tais conceitos.

Referimo-nos, especialmente, às hipóteses abstratas levantadas de **maximização de lucros** (que até certo ponto contestamos por julgar que se deva raciocinar em termos de conveniência e não de maximização) que acrescentou um toque de peculiaridade ao conceito de capital fixo, tal como de **duração permanente.**

A **durabilidade** da empresa, como elemento incerto porém admissível, por ser ela criada para perdurar, veio trazer uma condição de comparação em relação à durabilidade do capital fixo.

Até que ponto tais estados seriam ideais ou admissíveis são problemas de uma Contabilidade Pura. Todavia, é inequívoco que estas variáveis servissem, em alto sentido filosófico, segundo entendo, para eliminar a escravidão do conceito de tempo **longínquo** como única condicionante.

Zappa, ao aceitar o conceito de **propensão ao máximo lucro** e da **maximização do rédito** como **hipótese abstrata** e **pressuposto não comprovado da observação dos fatos,** embora reconhecesse a admissão teórica, podia antever em que influiriam na evolução teórica.

Logicamente, se a duração e o rédito devem manter-se em estado de tentarem sempre réditos máximos (ainda que não atingíveis), os componentes patrimoniais podem sofrer influências de tais condicionantes.

Tal foi o caso do capital fixo, segundo entendemos.

O capital não é apenas fixo porque perdura ou ultrapassa exercícios, mas também porque se comporta em relação a giro e a rédito como elemento capaz de promover, direta ou indiretamente, a formação de valores que influem tanto na circulação como na constituição do lucro.

Nesta promoção tem um papel característico que é o de atuar sem perder sua integridade ou o de uma conversão global em cada

ato, sendo susceptível, inclusive, de tornar-se **fixo** não em relação a exercícios, mas a **atos de produção do rédito e do giro.**

O enfoque fica sendo menos de períodos para ser de **gestão,** por ela entendendo-se **uma ininterrupta correlação de operações que dão vida à azienda** (Lorenzo Pispisa — L'Amministrazione Economica del'Azienda — edição Goliardica — Pisa — 1961 — 1.ª edição, pág. 37) sem fixação de tempo padronizado.

Nesta moderna concepção, admitindo-se apenas um prazo convencional, o imobilizado ganha maior amplitude conceitual. Dessa forma, veremos o que é realmente verificável nas empresas de Leasing.

2.1.2. Imobilizações quanto às suas Funções no Conjunto Patrimonial

As imobilizações do capital exercem funções de diversas naturezas no conjunto patrimonial.

Assim, existem aquelas que se destinam ao uso; outras à produção, outras a obter rendimento, outras à proteção, outras a garantir a potencialidade reditual, etc.

Se desejarmos generalizar, quanto ao rédito, podemos classificá-las em:

a) Imobilizações do Rendimento Operacional ou Técnico;

b) Imobilizações de Rendimento Acessório ou Complementar;

c) Imobilizações não rentáveis, de uso; e

d) Imobilizações não rentáveis, inativas.

Nestas classificações ainda são admitidos subgrupos.

Na realidade, as imobilizações visam a suprir necessidades específicas, algumas, todavia, inspiradas em tradições no mercado.

Desse modo, o ato de apenas utilizar máquinas próprias, por exemplo, é uma tradição que só a prática do Leasing veio interromper.

Sabemos que muitas imobilizações decorrem do hábito de adquirir, e, como resultado do avanço tecnológico da rapidez das comunicações, que tem alterado procedimentos dos mercados, muitas máquinas ficam superadas em prazos curtos, criando sérios problemas de rentabilidade. Dessa maneira, as facilidades de adquirir meios de produção sem imobilizar fizeram do Leasing uma operação bem sucedida e alteraram convenções. Como procurassem reduzir o capital fixo, as empresas usuárias transferiram os encargos para as empresas de Leasing.

A busca da maior liquidez, como fonte de equilíbrio, tem prevalecido sobre a **propriedade dos bens.** Assim sendo, o conceito de posse

tem realmente cedido lugar ao de uso, como o de administração tem generalizado a força de comando aos **não proprietários.**

Tanto na parte material, quanto na pessoal das aziendas, vem-se modificando o sistema de atuação em relação à posse, ainda que através de processos ainda não convenientemente acelerados.

A fuga à imobilização, para permitir que prevaleça a função sobre o direito de propriedade, é uma tendência que prolifera.

A transferência dos investimentos fixos para terceiros, paralelamente à ampliação da utilização como princípio, é um aspecto novo na vida das aziendas que está a merecer um especial cuidado da doutrina.

As perspectivas são, por conseguinte, do domínio do poder funcional sobre aquele de propriedade, prevalecendo o uso sobre a posse.

Esta modalidade evolutiva, quando encontrar sua maior força nos mercados, haverá de apresentar aspectos colaterais de grande expressão, que exigirão da Contabilidade modificações expressivas.

2.1.3. Imobilizações de Rendimento Operacional

O capital fixo aplicado à obtenção do rédito técnico é referido como imobilização técnica.

Segundo o conceito usual são imobilizações técnicas aqueles elementos patrimoniais que, considerados em relação a outros bens com os quais são coordenados, não podem ser tolhidos de sua destinação sem desfalque da normal e profícua gestão da empresa e que, comumente, não podem transformar-se em dinheiro sem a ocorrência de fortes perdas. (Vicenzo Masi — Statica Patrimoniale — Vol. I — 3.ª edição — editor CEDAM — Padora, 1945 — pág. 99).

Tais bens, pelas funções que representam, são fatores de produção do rédito (que se deriva da atuação operacional).

Se os omitimos, causam redução da força produtora e representam elementos de **atuação** ou **meios para o resultado,** sem se transformarem na gestão; não são conversíveis facilmente em meios de pagamento, a não ser, geralmente, com perdas em relação ao valor absoluto.

Estas características têm sido as predominantes: umas na área do rédito, outras na financeira-estrutural.

Todavia, a mais importante evidência da natureza está em ser o capital fixo, em tais condições, o veículo do lucro operacional, ou seja, daquele oriundo da gestão, dentro do objeto que dá vida à azienda.

Existem professores renomados que admitem três subgrupos de imobilizações técnicas:

— fundamentais
— complementares
— acessórias

No entanto, enfocam mais acentuadamente esta tri-partição no que se refere a grupos de bens industriais (Giovanni Padroni — Le Aziende Editoriali — Giornalistiche — 1.ª edição — editor Colombo Cursi — Pisa, 1971 — pág. 109).

Na realidade, entretanto, existem diferenças de utilizações, tal como das modalidades de emprego.

As imobilizações técnicas como investimentos de natureza fixa, aplicados à obtenção do lucro técnico, podem dar lugar às mais variadas formas de utilização. Todavia, foram raras vezes enfocadas sob o aspecto da fruição reditual através da utilização de terceiros (caso do Leasing).

2.1.4. Imobilizações Técnicas nas Empresas de Leasing

O rédito nas empresas de Leasing depende substancialmente das imobilizações, ao passo que a formação do capital fixo operacional é a base do sistema reditual.

Aparentemente, pode parecer que não exista imobilização, porque ela não é usada pela própria empresa, mas cedida a terceiros para uso.

Doutrinariamente, todavia, a classificação de um investimento como imobilizado não depende da situação geográfica do mesmo, nem da ação direta sobre ele, nem da sua apresentação física (imobilizado intangível).

O que importa não é só a função que o investimento representa, mas também sua identificação quanto à composição da estrutura do patrimônio.

A gestão sobre o imobilizado tanto pode ser direta como indireta, sem que isto lhe tire a condição de funcionalidade como agente do rédito.

E a **funcionalidade** não representa, em termos modernos, o **uso físico,** mas a **utilização econômica ou reditual.** (Renzo Corticelli — L'Obsolescenza degli Impiati — 1.ª edição — Pisa, 1972 — editor Colombro Cursi — págs. 3 e 4).

A imobilização de Leasing tem uma **utilização econômica;** como **agente reditual** é a técnica que se aplica ao cumprimento do **objeto** das empresas que as cedem.

Sua utilização reditual é, por conseguinte, no sistema aziendal, de natureza básica, como principal investimento para a formação dos resultados.

Os conceitos tradicionais, anteriores, demasiadamente ligados a relações físicas, jurídicas, matemáticas, etc. estão cedendo lugar, cada vez mais, no campo das ciências aziendais, aos **próprios** do ramo, específicos.

A **vida útil** dos bens do imobilizado técnico é determinada pela possibilidade de utilização econômica do mesmo: amplia-se com a permanência desta, termina quando esta se extingue. (Renzo Corticelli — obra já citada).

Esta utilização, segundo entendemos, tanto pode ser pela ação direta do trabalho quanto pela cessão da qual frui o rédito pela recuperação do investimento.

A **utilização** no caso é genericamente entendida, isto é, admitimos como **agente para a obtenção da receita,** pois o ato do emprego tanto pode ser direto como indireto, sendo que de ambos fruem os mesmos fins: o rédito.

O investimento em imobilização de Leasing é durável. Tem um prazo de retorno: um tempo de **utilização econômica.**

Não se confunde com os bens do ativo circulante porque não é vendido: não cessa de representar fonte de fruição do rédito, podendo, inclusive, passar de um locatário para outro (casos de rescisões contratuais).

Os que tentam ver no Leasing uma **venda a longo prazo** forçam as conclusões, passando por cima não só das relações de direito de um contrato, mas também da própria natureza do componente patrimonial.

Distorcendo conceitos, procuram situar tais aplicações no grupo **Realizável,** esquecendo-se de que a característica das imobilizações é inconfundível quando **agentes redituais perduram em diversos ciclos ou atos da gestão.**

O fato da cessão de um bem em locação, ainda que destinado a uma só pessoa até a total depreciação do referido, não representa **um só ato produtivo do rédito.**

O rédito global da locação estará formado, na realidade, de diversas **prestações** ou **parcelas** de receitas que tendem a se manter em um prazo de **duração reditual** que é o do contrato.

Quando adquirimos um torno, imaginando ser sua duração de 10 anos, as quotas de depreciação, incluídas no **preço unitário** das peças produzidas, não representam a **venda do torno à prestação durante 10 anos,** mas uma **reintegração de capital,** ainda que o nosso comprador seja um só.

O fato de uma empresa de Leasing ter adquirido um veículo para **lisá-lo** em 10 anos e um semelhante a fim de **lisá-lo** em 2 anos, não muda de feição o conceito de **utilização reditual.**

Como observamos, o prazo da **utilização** não coincide com a **vida útil,** mas com a **vida reditual,** no caso, pactuada por instrumento de direito.

As imobilizações de Leasing, portanto, constituem um investimento muito específico, cujas características são específicas e, por esta razão, não devem ser confundidas com outros fenômenos patrimoniais **semelhantes,** mas sim consideradas dentro do conjunto e das funções que efetivamente desempenham.

2.2. Custo das Imobilizações de Leasing

2.2.1. O Custo da Imobilização de Leasing como um Conjunto

O investimento em uma imobilização de Leasing é um conjunto, e o custo do mesmo é geralmente constituído pelos seguintes fatores:

a) Custo do bem adquirido para **lisar:**

1 — Preço de fatura

2 — Impostos da compra

3 — Transportes

4 — Seguros

5 — Comissões s/a compra

6 — Embalagens e proteção física

7 — Custos indiretos ou gerais de aquisição

b) Custo do recurso para a aquisição do bem:

1 — Juros s/o financiamento que lastreou a aquisição

2 — Correções cambiais no caso de fontes externas

3 — Comissões s/o empréstimo

4 — Imposto sobre as operações de financiamento obtido

5 — Taxas entre estabelecimentos financeiros (casos de repasse)

6 — Perdas s/a retenção de valores em garantia

7 — Perdas s/retenções compulsórias no Banco Central (quando houver).

De forma direta ocorrem, por conseguinte, formações de dois sistemas:

a) Custos de natureza material — do bem em si;

b) Custos de natureza não material — do recurso para adquirir.

A rigor, na concepção clássica, somente o subconjunto "a" é tomado como imobilizações técnicas.

O subconjunto "b" tem sido considerado como **imobilização financeira.**

Dessa forma, a defesa de tais pontos de vista, em doutrina, visa a situar as diferenciações de **materialidade.**

Por outro lado, tem repugnado a um grande número de estudiosos a formação de valores **híbridos.**

Os que defendem esta posição alegam que o custo do subconjunto "a" é o que traduz o verdadeiro valor do bem, em suas condições de **conversibilidade.**

Quanto ao subconjunto "b", entendem que ele deriva-se não da **aquisição** em si, mas da **falta de recurso próprio,** sendo tipicamente um **custo financeiro de natureza plurienal.**

No caso do Leasing, pelo caráter típico da estrutura operacional, os custos financeiros para a aquisição são autênticas **imobilizações financeiras,** sujeitas a **perdurar** para integrarem, paulatinamente, o custo das parcelas, das prestações, recuperando-se o mesmo através de amortizações.

São condições praticamente compulsórias no processo operacional, e por isto representam autênticos investimentos, cuja **função de utilidade,** no sistema, é fundamental.

Pode parecer singular negar-se a inclusão, mas seria irreal a evidenciação de investimentos suplementares incluídos naqueles específicos.

Todo problema contábil é em definitivo um problema de arbítrio que exige a preexistência de um critério (J. M. Fernandez Piria — Teoria Económica de la Contabilidad — 3.ª edição — Madrid, 1963 — pág. 11), e o critério usual, nas modernas concepções do fato contábil, tende a evidenciar o custo de cada componente patrimonial baseado na função do mesmo, através de clara e exata classificação da natureza.

O fenômeno contábil que gerou a aquisição do bem é distinto daquele que gerou o recurso.

Foram atos concomitantes: o de obter financiamento e o de comprar o bem, mas, embora interdependentes, são distintos como fatos patrimoniais.

Como o custo financeiro do empréstimo adquirido foi paralelo e necessário, representou não um gasto do exercício, mas uma aplicação amortizável no custo do Leasing.

Daí considerarmos como um conjunto de investimentos:

a) O custo da aquisição do bem, e

b) O custo financeiro da obtenção do recurso para a aquisição do bem.

2.2.2. Análise dos Fenômenos da Aquisição das Imobilizações de Leasing

O imobilizado de Leasing, como vimos, envolve:

a) O bem objeto de Leasing

b) O ônus do financiamento da aquisição do bem.

O primeiro é componente definido como Imobilização Técnica Genuína; o segundo é um Imobilizado Suplementar em tese, mas de configuração, nitidamente, de natureza não material.

Cada fenômeno, por sua vez, tem a seguinte estrutura analítica:

a) Efeito: Incorporação ao patrimônio de um bem que será destinado a produzir receita pelo evento da operação de Leasing;

Causa: Meios de pagamentos, quer fiduciários, quer escriturais, quer creditícios de curto prazo.

O registro contábil singelo seria: Imobilizações de Leasing à caixa pela aquisição à vista de um bem.

b) Efeito: Incorporação ao patrimônio de aplicações de capitais em ônus financeiros em decorrência de empréstimos conseguidos para possibilitarem a aquisição de imobilizações de Leasing;

Causa: O financiador através do crédito que concedeu à empresa de Leasing, permitindo, inclusive, pagamentos postecipados dos custos da operação financeira ou cobrando-se no ato antecipadamente.

O registro contábil seria:

Valores financeiros amortizáveis:

à caixa

a financiadores

No caso, ao invés de se levar o ônus financeiro a custos do exercício, capitalizou-se na conta a amortizar, criando-se um congelamento do valor para amortizações.

Embora, aparentemente, ambos os fatos prendam-se ao mesmo acontecimento (compra do bem), na realidade são autônomos, merecendo, por conseguinte, tratamento igualmente independente.

3. REINTEGRAÇÕES DE CAPITAL NAS EMPRESAS DE LEASING

3.1. Reintegrações de Capital

3.1.1. Conceitos Clássicos sobre a Reintegração

O capital fixo aplicado pelas empresas necessita de um retorno.

No tempo torna-se necessário recuperar o que se destinou para a obtenção do rédito. Tal condição é básica para a manutenção da integridade patrimonial.

Tais preceitos, por serem axiomáticos, têm sido objeto de aceitação incondicional, genericamente, entre todas as diversas escolas do pensamento doutrinário da Contabilidade. Todavia, dúvidas de ordem teórica surgiram: a reintegração representaria uma **diminuição** para revigorar o giro, ensejando recompor o patrimônio enfraquecido?

Enquanto perduram dúvidas e debates, a prática e os doutrinadores avançados, cada vez mais, situam-se no sentido de observarem aspectos nitidamente **redituais** e **financeiros,** em vez de estruturais ou físicos.

Os princípios clássicos, por sua vez, abalam-se diante da maior evidência das metas aziendais, em um mundo social onde a empresa vem, inclusive, provocando modificações em torno dos conceitos de sua própria participação.

Enquanto o plano contábil francês entende **que se chama amortização à constatação contábil da perda mantida pelo valor do ativo das imobilizações que se depreciam com o tempo,** na própria França, autores de profundo saber como Pierre Lassegue (Gestion de L'entreprise et Comptabilité, edição DALLOZ, Paris, 1972 — págs. 350-366) demonstram a evolução dos fatos que não se coadunam com a forma clássica de entender referida.

Recusando um estado **estacionário,** que em verdade não existe, demonstram que não se pode olvidar um conjunto de fatores, tais como:

a) Mobilidade dos preços;

b) Modificação acelerada na tecnologia;

c) Inconstância dos fatores que estabelecem a produtividade;

d) Inconstância da vitalidade operacional da empresa; e

e) Impossibilidade da determinação matemática da duração dos meios de produção.

É fácil de entender que tais fatores não devam ser observados apenas em suas formas absolutas, mas, especialmente, naquelas relativas e nas que envolvam tal número de correlações que impeçam a manutenção de conceitos estáticos, lastreados apenas nas tradições.

3.1.2. Reintegrações e suas Naturezas perante o Leasing

Quanto às suas naturezas, as reintegrações fundamentais são: depreciação, exaustão e amortização.

Embora tenham ocorrido muitas mesclas conceituais, em verdade, depreciação é a quota que enseja a reintegração de valores relativos a bens materiais, amortizações a bens não materiais, e exaustão a bens cujo teor é o de não permitirem as reinversões, senão em outros equivalentes, posto que eles, pelas suas naturezas, esgotam-se sem probabilidade de reposições diretas, como bosques, jazidas, etc.

No caso do Leasing, prevalecem, basicamente, as depreciações e amortizações: as primeiras atingindo ao imobilizado de Leasing e as segundas aos custos da obtenção de recursos para imobilizar e dos valores suplementares das transações.

Sendo a tendência das aplicações no imobilizado de Leasing de ampliação permanente, há uma relevante importância no processo reintegratório.

Em geral, o custo das depreciações e amortizações, em cada parcela da receita, chega a absorver a maior parte dos valores.

Todavia, embora tais participações sejam preponderantes, a tendência é sempre a de ampliar o volume das imobilizações de Leasing.

Como custos fixos que são, em razão do processo, assumem um papel de grande responsabilidade, capaz, inclusive, de comprometer todo um sistema se não forem convenientemente computados.

Quanto menor for o prazo do contrato tanto mais implicações ocorrerão.

Desse modo, a reintegração perante o Leasing é algo vital para a estrutura das empresas que operam em tal ramo, pois a recuperação do investimento nos diversos prazos contratuais é questão de relevante importância, uma vez que o capital circulante precisa receber retorno com a precisão necessária à cobertura dos prazos de giro das dívidas à proteção do rédito.

Como exemplo, um bem de valor 500 que é **lisado** em 2 anos, deve fazer retornar tal valor e o dos custos de tal investimento, acrescido do lucro, no prazo da operação.

Dessa forma, considerando-se a exatidão dos prazos, quaisquer discrepâncias de retorno podem ser de suma gravidade.

Nisto há um caráter diferencial em relação a outras imobilizações onde o prazo de utilidade reditual é aproximado.

Nas empresas de Leasing, a natureza de reintegração, seja depreciação, seja amortização, é fortemente dependente de prazos precisamente fixados.

As reintegrações, por conseguinte, são condições de equilíbrio e influem sobre todas as estruturas, tanto a patrimonial como a reditual.

3.2. Amortizações de Leasing

3.2.1 Valores Amortizáveis nas Empresas de Leasing

O custo do Leasing contém uma quota de amortização de investimentos de natureza não material porque representam frações de despesas plurienais (ou de diferimento a longo prazo).

Dentre tais valores, que geram amortizações, destacam-se:

a) Custo do recurso para a aquisição do bem **lisado;**

b) Impostos s/a transação financeira;

c) Variações cambiais e correção monetária;

d) Gastos de legalização dos contratos;

e) Comissões;

f) Corretagem de taxas.

Cada item enfocado, naturalmente, desdobra-se em diversos outros sub-itens (como foi visto para o custo do recurso para aquisição do bem **lisado** no parágrafo 2.2.1.).

Tais valores são, por natureza, amortizáveis, em razão de não se referirem especificamente a **exercícios,** porém a operações de Leasing.

A apropriação dos mesmos depende, por conseguinte, da fixação de **unidades de receitas** contra as quais são confrontadas para a apuração reditual.

As amortizações identificadas, por ocorrerem com regularidade na vida das empresas de Leasing, são fatores genuínos no custo técnico de tais aziendas, merecendo um tratamento específico.

3.2.2. Unidade de Rateio das Amortizações

A unidade à qual se carrega o custo das amortizações é um arbítrio que será tanto mais técnico quanto mais se aproximar da realidade operacional.

Tradicionalmente, tem-se adotado o sistema de **exercício** quando não há controle de custo e de parcela reditual ou unidade de produção ao realizá-lo.

Não se tem procurado aprofundar na teorização de um critério seletivo, mas somos de opinião que a eleição do procedimento está em função da forma como se apura o rédito.

Se a apuração busca como conjunto o **exercício,** as quotas de amortização devem dizer-lhe respeito.

A política a ser seguida tem suas origens na administração, no tipo de negócio e nas necessidades de atendimento ao regime legislativo-tributário.

Afirmar que as amortizações devem receber cargas **mensais** iguais e sucessivas durante um exercício, seria aceitar apenas o tempo como fator de formação do rédito.

Nas empresas de Leasing, a **prestação** é a unidade de receita, e, segundo entendemos, deve ser ela a selecionada como **centro de carga** dos custos amortizáveis.

Se um contrato foi pactuado em 100 prestações iguais, este número é o divisor porque representa a quantidade de parcelas de receitas:

$$QAL = \frac{VAT}{np}$$

Ou seja, em fórmula singela, a quota das amortizações no Leasing (QAL) é estabelecida pela divisão dos Valores Amortizáveis Totais (VA T) pelo número de prestações contratuais (np).

Como as tabelas de Leasing, entretanto, nem sempre produzem parcelas iguais, a fórmula simples enunciada sofrerá as variações necessárias de modo a estabelecer um rateio ponderado.

Para evitar derivações complexas pode-se simplificar, considerando-se a incidência dos custos amortizáveis em cada cruzeiro ou unidade monetária de prestação.

Logicamente, isto seria igualmente um arbítrio, uma vez que, em sentido absoluto, as curvas nas tabelas de pagamentos crescentes ou decrescentes, quando sujeitas a bruscas quedas ou elevações, podem motivar variações nos cálculos.

O que nos parece de maior relevância, todavia, é a eleição do critério contábil de apropriação, já que os cálculos acomodam-se aos mesmos. A diferença entre **tempo de exercício** e **tempo de rédito** é fundamental.

3.2.3. Tempo de Exercício e Tempo de Rédito nas Empresas de Leasing em face das Amortizações

Tempo de exercício, conforme denominamos no presente trabalho, é o prazo determinado pelo estatuto ou contrato social e corresponde a um ano, de acordo com as exigências legais, quanto ao levantamento dos Balanços e apurações.

Tempo de rédito, por sua vez, é o prazo de formação completa do rédito em relação a um investimento ou a um conjunto deles.

Exemplificando: em uma empreiteira de estradas, o lucro do exercício pouco ou nada significa se as obras principais estão em andamento; isto porque o **tempo de rédito** é diferente do **tempo de exercício.**

O mesmo ocorre em relação às empresas de Leasing que podem estar sob o regime de perdas no exercício, mas com grande dose de lucros potenciais ou em processo de formação.

Nas empresas de Leasing, se para a amortização elege-se o critério de **tempo de exercício,** adota-se, obviamente, um procedimento diferente daquele que é o da natureza do negócio.

Isto porque o rédito é formado em cada contrato, sendo a soma deles o rédito global.

Daí a necessidade de dar aos critérios de rateio das reintegrações tratamento coerente com a natureza das operações.

Se a empresa investiu somas para obter recursos, estes, no caso das empresas em estudo, têm destinação certa e por esta razão devem ter rateio igualmente certo.

Compreendemos a dificuldade de tal procedimento em um supermercado, mas constatamos, na prática, a facilidade e a necessidade do critério de **tempo de rédito** nas empresas de Leasing.

Dentro de um grande rigorismo teórico, em uma mercearia, cada mercadoria tem o seu tempo de rédito, mas o giro e a variedade delas torna difícil e desnecessária a informação sobre o rateio que lhe seria devido.

Uma coisa é o **exercício** e outra o **custo de produção.**

O tema amortização propõe-se, no mínimo, em duas circunstâncias fundamentais: em relação à fixação do rédito do exercício e em relação ao custo de produção. (Donerico Amodeo — Note Sulla técnica e la politica del'ammortamento nelle aziende industriali — edição Francesco Gianini Figli, 1951 — 1.ª edição — pág. 14).

O **tempo de exercício** é um padrão convencional e compulsório que abrange período contratual social regulado pela lei, sendo, em geral, de um ano; o **tempo de rédito.** Varia de empresa para empresa, de bem para bem, podendo ser realizado em horas ou em diversos anos.

Nas empresas de Leasing não são os bens em si que ditam tais tempos, mas o pactuado entre elas e os usuários.

A vinculação, portanto, entre **ato produtivo** e **amortização** é de bem maior relevância que a da simples demarcação de **exercícios.** Assim positivamente consideram os mais renomados autores de nossa disciplina (Egidio Gianessi — Le Aziende di Produzione Originaria — Vol. I — Le Aziende Agricole — edição Colombo Cursi — Pisa, 1960 — 1.ª edição — págs. 527 e 528).

Na obra citada, Gianessi acrescenta com grande propriedade que o **grau de segurança da quota de amortização naturalmente depende não só do estado de avanço do plano, mas também de uma série de fatores dentre os quais não se podem omitir a natureza da produção cujo complexo se refere, os andamentos econômicos e financeiros da azienda, o estado e a tendência do mercado, e, finalmente, o momento particular atravessado pelo ambiente no qual a azienda desenvolve a sua atividade.**

O ilustre mestre italiano considera ainda outros elementos em defesa da tese da relatividade das amortizações e da necessidade de observarem-se os fatores que condicionam o rateio.

3.2.4. Amortização e Sistema de Rédito nas Empresas de Leasing em Relação à Doutrina

Já foi por nós enfocada a análise dos valores amortizáveis nas empresas de Leasing.

Dentre eles, destaca-se, relativamente, o custo financeiro para lastrear os investimentos em imobilizações, fontes do rédito.

Tais valores sujeitam-se a amortizações proporcionais e relativas diretamente a cada prestação de Leasing.

Tal procedimento assemelha-se ao que se aplica a todos os demais casos onde se busca financiar o crédito que se vai conceder ou a possibilidade de resgates de uso.

Um dos mais eminentes autores da literatura contábil italiana aceita e difunde esta forma de entender: **Ao julgar a conveniência, para a azienda, de atingir financiamento ao crédito, deve-se colocar em confronto custos particulares de financiamentos e frutos específicos de dados investimentos**... (Pietro Onida — Economia D'Azienda — 1.ª edição — editor Utet Torino, 1962 — pág. 408).

Em doutrina, tal como na prática, portanto, o que nos parece recomendável, nas empresas de Leasing, é a apuração de réditos de parcelas (receita contra custos) fazendo-se integrar ao custo as quotas de amortização proporcionais.

As razões teóricas, todavia, são de profunda origem. Elas se lastreiam não só nos **juízos de conveniências,** como acentua Onida ao discorrer amplamente sobre o assunto, mas na própria filosofia da Teoria do Rédito.

Dos conceitos preliminares, globais, do rédito, como variação do capital por efeito da gestão, em um período (Zappa, Il reddito di Impresa), passou-se modernamente (a partir das amplas formas de entendê-lo através dos **subconjuntos** redituais) a estudar ângulos de maior profundidade, de natureza particular ou nuclear (se por analogia de métodos desejarmos aceitar o termo das ciências naturais).

Na realidade, o rédito do exercício é a somatória de diversos resultados ocorridos em diversos componentes ou núcleos.

Embora na prática não se procure apurar, na maioria dos ramos, os confrontos de cada receita com os seus custos respectivos, na verdade cada uma delas, como parcelas da recuperação dos investimentos, é portadora do rédito.

Nenhum fato da azienda pode ter uma finalidade que não seja fração e função da finalidade comum; em nenhum momento pode-se obter um resultado que não seja fração e função do resultado complexo de toda a sua organização e de toda a sua duração. (Alberto Ceccherelli — Economia aziendali e amministrazione delle impresa — 1.ª edição — Barbéra Editore — Firenze, 1948 — pág. 289).

Nesta reciprocidade de verdades, ou seja, a de que em cada parcela há um rédito e a de que em cada rédito há um conjunto de parcelas, residem opções de tratamento doutrinário e técnico.

3.3. DEPRECIAÇÕES NAS EMPRESAS DE LEASING

3.3.1. Aspectos Doutrinários da Depreciação nas Empresas de Leasing

A **reposição** das imobilizações, como base para manter em plena **reditividade** a empresa, considerada a sua **economicidade** (tendência a perdurar), gera a depreciação, segundo o conceito moderno.

Custo do produto, preços, policiamento dos negócios, gerência, são fatores conexos com a depreciação (ARB n.º 43 — Cap. 9, Sec. A do American Institute of Accountants) e tudo isto em função da **manutenção da capacidade lucrativa.**

O imobilizado de Leasing, como fonte de rédito, em um prazo determinado, deve encontrar em tal prazo o período de sua **reposição,** se desejarmos ser coerentes com a doutrina consagrada e com o que, na prática operacional, ocorre em relação às empresas de Leasing.

Esta forma conceitual é coerente com o preceito doutrinário de que o capital **tem um significado não autônomo mas instrumental em relação ao rédito.** (Gino Zappa — Le produzioni nell'economia delle imprese — Milano, 1957 — Vol. II, pág. 456, 805).

Partindo desta razão teórico-científica, a depreciação é uma variável dependendo do rédito e não do capital em si como elemento absoluto isolado.

Não obstante, se admitirmos com algumas reservas o sentido absoluto da reditividade, não podemos deixar de considerá-lo quando um valor encontra-se dependendo de um prazo.

Por conseguinte, tabelas de depreciação são instrumentos superados na avançada Contabilidade de nossos dias, onde as tendências situam-se fortemente nos fatores: lucro, duração, equilíbrio e desenvolvimento aziendal.

E o ilustre doutrinador italiano Onida, talvez um dos mais eméritos da atualidade, escreve:

Não obstante a consistência física de dados bens à disposição da azienda e à paridade ainda de cada condição, o valor atribuível aos bens considerados pode mudar segundo a configuração do rédito requerido no balanço.

Análogas considerações podem ser feitas com relação às imobilizações técnicas... Quando se determinam estes valores, partindo apenas de custos passados e diminuindo-lhes a cada ano de quotas de amortização relativas a uma presumível duração apenas física dos bens, sem considerações concretas das condições do emprego de tais imobilizações seja com relação ao passado ou a um presumível futuro, sem exame das prospecções econômicas do exercício e da conexa capacidade da gestão de suportar amortizações mais ou menos elevadas; quando assim se procede, longe de conferir sólido fundamento à determinação do rédito e do capital, acolhem-se valores que facilmente podem resultar ilusórios, destituídos de sentido econômico e incorretos em relação às finalidades do balanço. (Pietro Onida — Economia D'Azienda, já citada — pág. 719).

No caso do fenômeno contábil do Leasing, o fenômeno da depreciação encontra, nas razões doutrinárias hoje em maior evidência, plena justificativa.

Considerar o imobilizado de Leasing em relação à duração física do mesmo no patrimônio das empresas que os **lisam** seria fugir a todas as realidades.

Deixar de considerar o prazo de formação do rédito em relação a cada bem seria, obviamente, incorrer em outro erro doutrinário de ampla extensão.

Por conseguinte, as depreciações do imobilizado de Leasing devem ponderar:

1 — O que representam como fontes de rédito (não de uso ou de permanência física);

2 — O prazo de duração como fonte de rédito;

3 — As necessidades da reposição dos valores em proporcionalidade com a formação da receita (prestação de Leasing).

A reintegração do capital fixo material, depreciações, embora absorvendo critério semelhante ao da amortização dos custos ou investimentos não materiais, já estudados, têm a sua característica própria, com estes não podendo ser confundidas.

3.3.2. Fluxo Financeiro das Depreciações

Integrando o custo das prestações de Leasing, recebidas pelas empresas cedentes dos bens, a depreciação representa uma fonte transitória de recursos.

Tais recursos visam a cobrir as necessidades de cobertura financeira dos débitos, ensejando, entretanto, reaplicações no imobilizado de Leasing.

Considerando que a ágil reaplicação do retorno dos valores investidos é uma condicionante de sobrevivência em um ambiente econômico, notadamente quando há inflação, é de vital importância a correta apropriação da depreciação em cada prestação de Leasing.

Conseqüentemente, não se pode dissociar o fenômeno reditual, do financeiro nem do estrutural.

Se as empresas de Leasing estacionarem em seu regime de reaplicações tenderão a uma redução de sua economicidade.

Esta redução será tanto mais gravosa quanto maior for o volume do imobilizado de Leasing.

Embora a receita seja pré-fixada, tal como os débitos, tendendo ao equilíbrio, em verdade a elasticidade operacional é dependente da expressão do valor em relação a um mercado.

Um lucro de 100, mantido durante 10 anos em uma economia que mantém nível médio de inflação de 10% tende, teoricamente, a tornar-se inexpressivo.

As empresas do ramo em estudo dependem, portanto, não só da dilatação das fontes de recurso para investimentos em imobilizado de Leasing, mas, especialmente, das reaplicações velozes das reintegrações contidas nas cifras das prestações recebidas.

Esta circunstância impõe a necessidade da elaboração de previsões bem estruturadas de modo a situar bem as perspectivas de ingresso e desembolsos de Caixa.

Os fundos líquidos para as futuras renovações das imobilizações técnicas não encontram origem apenas em uma quota de valor imputada ao rédito de um determinado exercício, mas na gestão monetária e na gestão financeira da empresa, sagazmente orientada para alimentar o fluxo dos valores monetários requeridos pelas futuras exigências da empresa. (A. A. Bignami — L'ammortamento nelle imprese di navigazione aerea — 1.ª edição — editor EUB — Milano, 1963 — pág. 137).

A relação **vapor, tempo, rédito,** forma um conjunto de variáveis que devem manter estreito relacionamento entre **depreciação e reaplicação** no imobilizado de Leasing.

3.4. Doutrina Contábil e Prática Fiscal

3.4.1. Prática Fiscal sobre as Reintegrações

O tratamento das depreciações e amortizações é variável de acordo com as legislações fiscais dos diversos países.

Uns adotam critérios rigorosos, com tabelas rígidas e fixas (caso do Japão, segundo analisamos), outros seguem procedimentos tradicionais, fixos, genéricos (caso da Suíça, por exemplo), outros adotam margens de maior liberdade.

No Brasil existem **limites toleráveis** e a lei diz de **quotas razoáveis,** somente havendo legislação em alguns casos específicos (como, por exemplo, o das amortizações dos gastos de instalação, para efeitos do Banco Central).

Houve época em que tudo parecia tender para a fixação de tabelas estabelecidas pelo Instituto Nacional de Tecnologia.

Preponderava o **aspecto físico** e a **duração física,** acima daqueles ângulos doutrinários que já enfocamos.

Descrever os percentuais pouco acrescentaria a um trabalho desta natureza, onde, dentro da evolução científica e doutrinária, procuramos demonstrar (reforçando com opiniões dos mais insignes estudiosos) que acima do problema físico, irrelevante nas ciências empresariais em face do rédito, existem interesses muito maiores e de muito maior dose de realidade.

O interesse fiscal, todavia, é o da proteção da arrecadação.

Dentro desta filosofia, que muito tem evoluído, tem-se procurado entender que a sobrevivência do contribuinte e o progresso deste é fonte de dilatação das receitas públicas.

Uma política rigorosa de depreciação e amortização seria uma forma de praticar grave injustiça, capaz de criar seríssimos problemas na vitalidade dos capitais; por outro lado uma liberação completa poderia incentivar a prática de abusos por parte dos menos escrupulosos, em prejuízo da Fazenda.

A solução do problema parece-nos poder ser encontrada em graus de racionalidade, não por tipo de bem, mas por ramo de atividade.

Todavia, mesmo assim, não seriam evitadas injustiças, mas seria reduzida a margem de erro.

Através de procedimentos-tipo, de condições móveis dentro das necessidades de uma política econômico-financeira, e observada a natureza da formação do lucro, tal como da velocidade dos giros financeiros, acreditamos pudesse ser possível inovar a matéria.

Não desejamos dizer que a política atual brasileira tem sido errônea; muito pelo contrário, ela tem sido antes de tudo prudente, mas confiando como estamos na capacidade de nossos colegas que ocupam no poder público a espinhosa missão técnica, acreditamos possa-se abandonar o raciocínio **físico** em favor daquele **reditual.**

3.4.2. Normas Fiscais quanto às Empresas de Leasing

Até o momento em que produzimos o presente trabalho não existia, no Brasil, uma legislação específica para o Leasing e muito menos,

por decorrência, um conjunto de normas para a depreciação e amortização nas empresas de Leasing.

Uma prudente pesquisa, segundo estamos informados, leva o governo a uma observação.

Seja qual for a conclusão, acreditamos que qualquer legislação sobre o assunto deverá estar lastreada em critérios de uma realidade brasileira, porque concordamos e julgamos sábias as expressões de Montesquieu sobre as leis: **As leis devem ser feitas de tal forma apropriadas a um povo para o qual hajam sido feitas, que, só mesmo por mera casualidade, as de uma nação podem convir a outra nação.** (Montesquieu — Do Espírito das Leis — cap. III).

As normas fiscais quanto a: classificação dos custos de Leasing; depreciação e amortização do Leasing; forma de apuração de resultados; deferimento de receitas e custos; estrutura patrimonial, etc., nas empresas de Leasing, são pontos que merecem a maior de todas as nossas atenções pela influência que representam para a economicidade de tais aziendas, tal como pelos efeitos tributários que devem suportar.

O cuidado que se deve ter relativamente à reintegração nas empresas de Leasing é uma questão de sobrevivência para elas.

Pelas vantagens que a operação apresenta, na colaboração ao sistema de produção, acreditamos seja de toda a conveniência evitar rigores que venham a cercear ou impedir o que é hoje uma das mais satisfatórias experiências em todo o mundo.

CONCLUSÕES

O presente estudo conduz-nos a algumas conclusões, dentre as quais reputamos de maior relevância as seguintes:

1 — As empresas de Leasing possuem um imobilizado técnico típico;

2 — O custo das imobilizações de Leasing compõe-se de fatores, aplicados a bens materiais e outros sem representação material;

3 — A reintegração dos capitais investidos nas imobilizações aludidas deve ser realizada no prazo da fruição do rédito a elas relativo;

4 — Preferencialmente, a apuração reditual deve ser a de parcelas ou prestações de Leasing cuja somatória permitirá a evidenciação do rédito do exercício;

5 — Tanto a depreciação como a amortização nas empresas de Leasing devem observar, como princípios, a reditividade e a economicidade das aziendas, abandonando-se o critério de duração física com relação às imobilizações de Leasing.

Poli-Copy

No tráfego de papéis de sua empresa quais são os pontos de estrangulamento?

1. Seu departamento de correspondência e expedição está congestionado?
2. Sua secretária não está dando conta do recado?

Temos a solução para imprimir maior rítmo ao seu sistema de comunicações.

Mala Direta, Correspondência Personalizada, Endereçamentos e Assessoria Promocional - SÃO A NOSSA ESPECIALIDADE.

Faça um "Check up" em sua empresa; para o diagnóstico final, consulte-nos.

• **Praça Olavo Bilac, 28 sala 1904 (Mercado das Flores)**
• **Tels.: 252-6207 - 232-6449**

A Técnica Ponto-Figura: Um Estudo de Adequação ao Mercado Brasileiro de Ações

Ivan Vicente Janvrot de Miranda, Roberto da Cunha Campos
e Luis Fernando Soares Brandão *

1. Introdução; 2. Breve descrição da técnica ponto-figura; 3. Aspectos metodológicos; 4. Considerações sobre as amostras; 5. Estudo das projeções tradicionais; 6. Estudo das oscilações após o rompimento de uma formação principal; 7. Conclusão.

1. INTRODUÇÃO

A atitude geralmente observada em todos aqueles que se interessam em investir em Bolsa consiste em prever a evolução não só das cotações mas também dos direitos advindos da aquisição de um título. A comparação entre estas expectativas e os preços dos ativos origina uma ação de compra ou venda, desencadeando uma dinâmica extremamente complexa cujo conhecimento é um objetivo intermediário daqueles que a provocam.

Apesar desta extrema complexidade e do elevado grau de desconhecimento relativo ao comportamento do mercado, alguns instrumentos de previsão, relativamente simples, são bastante utilizados pelos investidores. Estas técnicas são basicamente agrupadas em duas escolas — a Técnica e a Fundamentalista. Enquanto a Escola Fundamentalista procura prever o comportamento dos títulos com base no desempenho econômico-financeiro da respectiva empresa, a Técnica se atém apenas ao próprio comportamento anterior do título no

* Ivan Vicente Janvrot de Miranda, Roberto da Cunha Campos e Luis Fernando Soares Brandão são membros da equipe técnica do Departamento de Estudos e Pesquisas do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais — IBMEC.

mercado, recorrendo, principalmente, à análise de formações e tendências em gráficos especialmente traçados e supostamente decorrentes de alguns padrões de comportamento dos investidores.

Existe, entretanto, uma forte corrente sustentando que o mercado se aproxima, em grande medida, de um mercado eficiente, no qual todas as expectativas dos investidores seriam imediatamente refletidas nas cotações atuais, impossibilitando, assim, a utilização de informação pública para se tirar proveito de condições especiais de preços. Desta forma, o grau de imperfeição do mercado seria apenas o suficiente para manter as pessoas atentas ao desempenho da atividade de negociação. Em outras palavras, a hipótese básica é a de que um grande número de investidores, procurando encontrar possibilidades de lucro no mercado, descobriria as sistematicidades porventura existentes e eliminaria, automaticamente, qualquer margem adicional de lucro. É evidente que isto não implica na impossibilidade de se obter retorno elevado com base em informações reservadas, nem que elementos altamente perspicazes não possam prever eventos futuros, desse modo se beneficiando em relação aos demais.

O problema, colocado sob esta ótica, é o de se encontrarem técnicas que, embora não possibilitem a obtenção sistemtáica de retornos extraordinários, ou tenham uma eficácia capaz de ser reduzida por sua intensa aplicação, constituam uma utilização racional das informações disponíveis.

Pode-se observar, nos últimos anos, um grande número de estudos que buscam evidenciar possíveis sistematicidades na evolução do mercado (as referências (4) e (5) são uma coletânea destes trabalhos, a ref. (3) apresenta uma extensa discussão acerca da matéria)*. Alguns destes estudos procuram comparar através da simulação sobre séries reais de cotações, políticas de investimento específicas com relação a uma política não especulativa (buy and hold). Outros consistem na aplicação de testes estatísticos rigorosos, tanto paramétricos quanto não-paramétricos, às séries de preços. De modo geral, estes testes não têm indicado a existência de sistematicidade da qual se possa tirar consistentemente proveito. Mesmo quando há desvios significativos do modelo clássico **Random-Walk,** seu conhecimento não tem possibilitado a formulação de políticas de investimento eficientes. É o caso, por exemplo, das tendências locais reportadas por Owen (6): o problema que se coloca não é o de sua existência, mas sim o da identificação de seu início e término.

A Análise de Investimento caracteriza-se pela aplicação de um certo número de técnicas e regras cuja adequação à realidade nem sempre é sustentada por evidência empírica. Não obstante a extensiva aplicação dos conhecidos gráficos (a serem examinados a partir de

* Ver referências bibliográficas numeradas no final do artigo.

agora), não se dispõe de estudos visando estabelecer evidências da correção das conclusões estabelecidas por seu intermédio, sendo que desde sua criação, há quase um século, muito pouco ou quase nada tem sido feito nesse sentido. Acreditamos que uma das razões para este fenômeno é o baixo grau de formalização da técnica, que levaria em muitos casos a previsões subjetivas ou até mesmo inconsistentes. Assim, qualquer estudo empírico relativo ao método depararia, de início, com a premência de uma formalização preliminar das proposições a serem verificadas. Levy (3) distingue duas atitudes com relação ao problema. A primeira seria a do acadêmico que, embora dispondo de um ferramental de análise capaz de estudar formalmente o problema, desconhece, de certa forma, as práticas usuais do mercado e não acredita em sua efetividade, dado o folclore que as envolve. A outra seria a do profissional do mercado que, além de desprovido da formação que lhe permitiria estudar o problema com rigor necessário, é cético quanto à necessidade destes estudos, visto que sua experiência diária bastaria como evidência da efetividade dos instrumentos que utiliza.

Como foi discutido por Fama (5), os testes usualmente efetuados sempre têm como objetivo examinar algum tipo específico de sistematicidade, como ocorre, por exemplo, nos testes de correlação ou nos do tipo **run.** Isto não implica, de maneira alguma, na inexistência de outros tipos de sistematicidade diferentes dos testados, sendo que o grafista poderia argumentar serem estes testes muito pouco sofisticados para evidenciar os padrões e tendências apresentados pelos gráficos. Da mesma forma, nos testes do tipo **run** uma mudança temporária de sentido na evolução das cotações não deveria ser imediatamente considerada uma mudança de tendência.

Nas linhas seguintes, procuraremos analisar a adequação de previsões formuladas a partir de um gráfico extensivamente utilizado no meio profissional — **o gráfico ponto-figura a três pontos para reversão.** Apesar das inúmeras dificuldades inerentes ao tema, procuramos examinar as possibilidades oferecidas pelo gráfico, através do estudo comparativo entre o comportamento das cotações apresentado após a ocorrência dos padrões característicos sobre gráficos construídos a partir não só de séries históricas de preços, mas também de séries geradas segundo o modelo **Random-Walk.** Pretendemos com isto evidenciar fatores específicos do comportamento do mercado.

No item 2 deste trabalho fazemos uma breve descrição, com duplo objetivo, dos principais elementos da Técnica testada: o primeiro refere-se ao estabelecimento de uma nomenclatura comum para evitar interpretações dúbias e para fixação das regras específicas a serem analisadas; o segundo diz respeito ao esclarecimento da referida técnica àqueles não familiarizados com a mesma. O item 3 é reservado a questões de ordem metodológica, onde demonstramos como uma técnica deste tipo poderia ser fundamentada. Em seguida, pro-

curamos estabelecer as diversas características que serão objeto de estudo. No item 4, tecemos alguns comentários relativos às amostras levantadas a partir das cotações reais e das simuladas. No item 5 analisamos as projeções tradicionalmente efetuadas por ocasião da ocorrência dos diversos padrões. A seguir, no item 6, examinamos as oscilações de preços associadas a cada um desses padrões. Finalmente, no item 7, apresentamos as conclusões relativas à adequação da técnica.

2. BREVE DESCRIÇÃO DA TÉCNICA PONTO-FIGURA *

2.1. Construção do Gráfico

A construção do gráfico ponto-figura difere significativamente da construção de outros gráficos conhecidos, apresentando algumas características bastante peculiares, dentre as quais vale destacar:

a) O gráfico ponto-figura só assinala variações de preços consideradas **significativas.** Em outras palavras, para que se dê continuidade a um movimento de alta ou de baixa, é necessário haver uma variação mínima de preço da ordem de 3,33%, enquanto que para se marcar uma mudança na direção do movimento, de alta para baixa ou vice-versa, é necessária uma variação mínima de preço da ordem de 10%. Associando, então, a cada variação de 3,33% uma unidade de escala (um quadrado do papel quadriculado no sentido vertical), para continuar em um movimento, seja de alta ou de baixa, é necessária uma variação de preço superior ou igual a um quadrado, enquanto que somente assinalar-se-á uma mudança no movimento quando houver uma variação maior ou igual a três quadrados, em relação à última marcação.

b) Cada coluna do papel corresponde a um movimento. Logo, os movimentos de alta assinalados por **X** são alternados pelos de baixa, assinalados por **O**.

c) As marcações do gráfico ponto-figura não têm qualquer correspondência temporal, com exceção da primeira marcação mensal — quando se assinala o número do mês correspondente em lugar do **X** ou do **O** — ou da primeira marcação anual — quando se marca o ano no pé da coluna correspondente. A figura 1 revela um exemplo típico do gráfico ponto-figura.

* Serão estabelecidas suas principais regras e conceitos. O leitor não familiarizado poderá encontrar uma descrição mais detalhada nas referências (1) e (2). Tendo em vista que a técnica apresenta inúmeras variações, segundo os diversos autores, procuramos em certa medida nos prender àquela que nos pareceu, além de menos ambígua, mais usada em nosso mercado.

d) Pelo fato de o gráfico ponto-figura procurar assinalar somente variações nos preços, estes devem ser ajustados após a ocorrência de direitos.

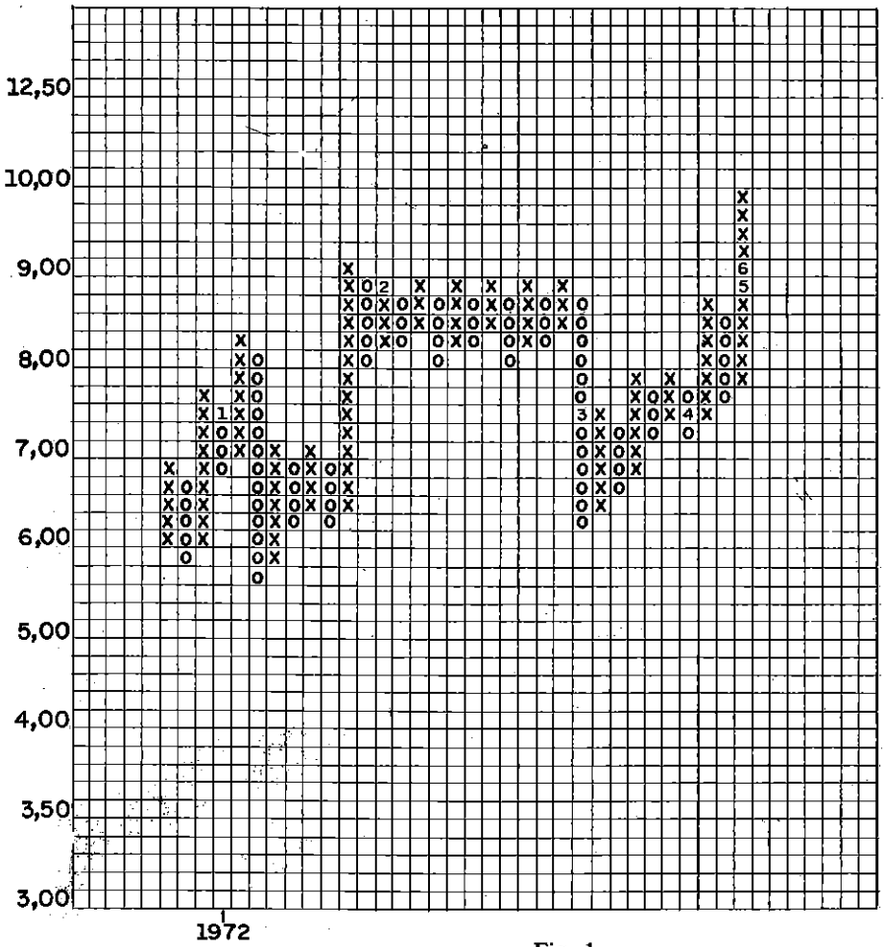


Fig. 1

2.2. Formações e Projeções

As figuras que antecedem movimentos de alta ou de baixa são chamadas de **formação.** No gráfico ponto-figura existem 10 formações de alta e 10 de baixa. Destas 20 formações, destacam-se o **topo-duplo** e o **fundo-duplo,** por serem as que mais comumente aparecem.

O **topo-duplo,** (figura 2) é, caracteristicamente, uma formação de alta, composta de 2 colunas de alta (denominadas topo), intercaladas por uma coluna de baixa (denominada fundo). O que caracteriza

esta formação é o fato de o segundo topo alcançar níveis superiores ao primeiro. Tradicionalmente se afirma que esta formação, em geral, antecede uma alta não muito violenta, sendo confirmada quando o segundo topo ultrapassa o anterior em um quadrado, sendo este ponto denominado de ponto de rompimento ou ponto de compra.

O **fundo-duplo,** (figura 2) é caracteristicamente uma formação de baixa, composta de 2 fundos, intercalados por um topo. O que caracteriza esta formação é o fato de o segundo fundo alcançar preços inferiores ao primeiro. Afirma-se, tradicionalmente, que esta formação, em geral, antecede uma baixa não muito violenta, confirmada quando o segundo fundo ultrapassa o anterior em um quadrado, sendo este ponto denominado ponto de rompimento ou de venda.

A localização do ponto de rompimento em relação às linhas de tendência irá caracterizar a formação como principal ou secundária. (Este ponto de rompimento só será levado em consideração nas formações principais, como será visto no item 2.3).

Para se prever as variações dos preços após uma formação, utilizam-se basicamente duas regras de projeção, quais sejam: vertical e horizontal. A regra de projeção vertical consiste na diminuição do preço de rompimento do preço inicial da coluna que o contém, multiplicando-se o resultado por três. No caso de uma formação de alta adiciona-se este resultado à menor marcação do fundo contido dentro da formação, sendo que numa formação de baixa, adiciona-se algebricamente o resultado à maior marcação do topo contido na formação.

No topo-duplo da figura 2 tem-se: o preço de rompimento (ponto de compra) — Cr$ 7,60; o preço inicial — Cr$ 6,40, e a menor marcação do fundo contido na formação — Cr$ 6,20. Logo:

P.V. = 3 (7,60 − 6,40) + 6,20 = 3,60 + 6,20 = 9,80, que é o preço projetado verticalmente, como está assinalado na figura.

No fundo-duplo da figura 2, temos: o preço de rompimento (ponto de venda) — Cr$ 8,20; o preço inicial — Cr$ 9,60, e a maior marcação do topo contido na formação — Cr$ 9,80. Logo:

P.V. = 3 (8,20 − 9,60) + 9,80 = − 4,20 + 9,80 = 5,60, que é o preço projetado verticalmente, como está assinalado na figura.

Na técnica de projeção horizontal conta-se o número de colunas à esquerda a partir da coluna onde localiza-se o ponto de rompimento, para se determinar a largura da fase de acumulação ou distribuição; multiplica-se este resultado pela unidade de escala correspondente ao ponto de rompimento, sendo o produto obtido multiplicado por 3. No caso de uma formação de alta, adiciona-se o resultado obtido à menor marcação do fundo contido na formação, sendo que na de baixa, subtrai-se o resultado obtido da maior marcação do topo contido na formação.

No topo-duplo da fig. 2, temos: 5 colunas compondo a região de acumulação; a unidade de escala correspondente ao ponto de rompimento — 0,20, e o menor preço do fundo contido na formação — Cr$ 6,20. Logo:

P.H. = 6,20 + 3 × 5 × 0,20 = 6,20 + 3,00 = 9,20, que é o preço projetado horizontalmente como está assinalado na figura.

No fundo-duplo da fig. 2, temos: a largura da região de distribuição de 5 colunas; a unidade de escala no ponto de rompimento de 0,20; e a maior marcação do topo, contido na formação de Cr$ 9,80. Logo:

P.H. = 9,80 − 5 × 3 × 0,20 = 9,80 − 3,00 = 6,80, que é o preço projetado horizontalmente como está assinalado na figura.

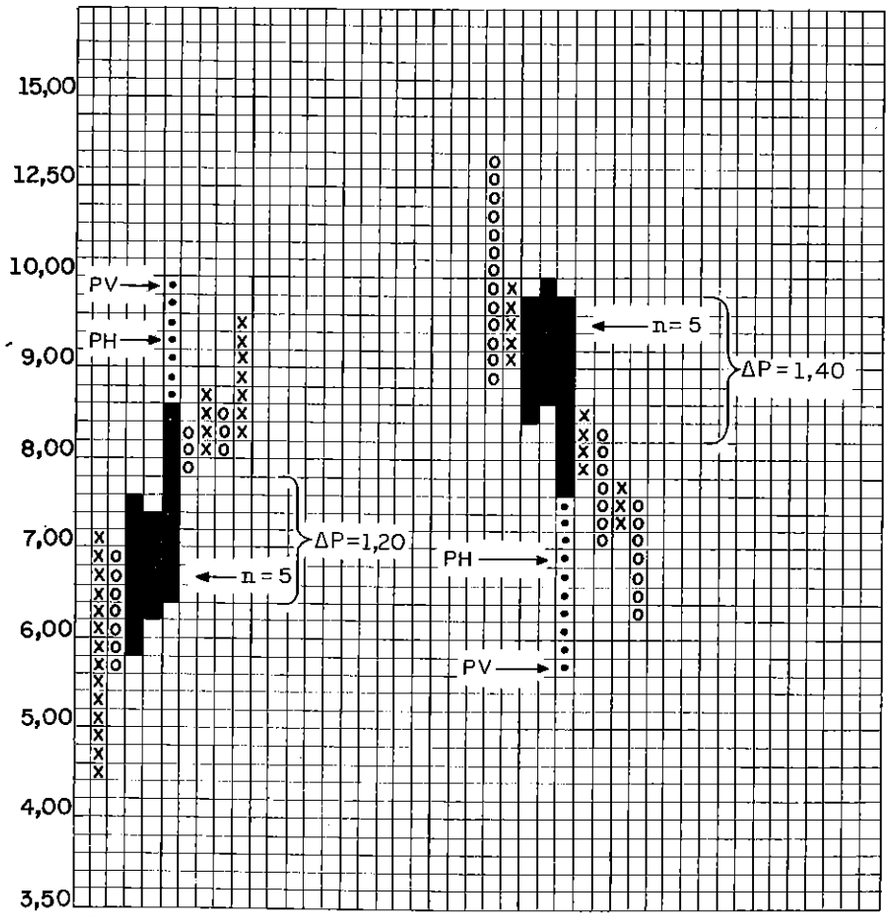


Fig. 2

2.3. Linhas de Tendência

A sucessão contínua de formações de uma mesma natureza é um dos elementos que caracteriza uma tendência, embora o aparecimento de formações de natureza diferente ocorra em menor escala. Logo, o maior número de ocorrência de formação de mesma natureza, alta ou baixa, define uma tendência.

Com o objetivo de se caracterizar graficamente uma tendência, recorre-se ao traçado ou linhas especiais. Estas linhas denominam-se **linhas de tendência de suporte e de resistência.** A **linha de tendência de suporte** é aquela que determina o nível mínimo de preços que poderá ser atingido dentro de uma tendência; a **de resistência** é a que determina o nível máximo de preços que poderá ser atingido dentro de uma tendência. Logo, ao serem traçadas essas linhas de tendência, espera-se que as formações se comportem dentro da faixa por elas determinada.

Convém agora estabelecer dois conceitos: um relacionado à linha de tendência — **conceito de linhas de tendência principal e secundária**, e outro relacionado à formação — **conceito de formação principal e secundária.**

Linha de tendência principal é aquela que determina um nível, o qual, atingido e ultrapassado, dará origem a uma outra tendência. No caso de uma tendência de alta, a linha de suporte é a principal enquanto que numa tendência de baixa, a linha principal será a de resistência.

Definem-se formação principal e formação secundária em função da linha de tendência principal. Tomando como exemplo a linha de suporte de alta, todas as formações de alta que situem o seu ponto de rompimento acima dela serão consideradas como principais. As secundárias serão as formações de baixa cujos pontos de rompimento se situem acima da linha de suporte de alta. No caso da linha de resistência de baixa, as formações de baixa, cujos pontos de rompimento estão situados abaixo desta linha, serão as principais. As formações de alta cujos pontos se apresentam abaixo da linha de resistência de baixa serão as secundárias. Isto cobre todas as possibilidades, visto que um cruzamento das linhas de tendência as invalida.

As linhas de tendência são construídas a partir do início de uma tendência, por uma reta de inclinação de 45.°, ou pela união das diagonais dos quadrados do papel. A validade temporal dessas linhas é indeterminada; portanto, são válidas até serem rompidas.

O ponto de partida de uma linha de tendência é, no caso da **linha de suporte de alta** (LSA), o quadrado imediatamente inferior à última marcação do fundo contido na formação que dá origem à tendência. A **linha de resistência de alta** (LRA) é traçada a partir

do quadrado imediatamente superior à maior marcação do primeiro topo da formação que dá origem à tendência. A figura 3 nos mostra as linhas de suporte e resistência traçadas para uma tendência de alta.

A linha superior é a de resistência, e a inferior a de suporte.

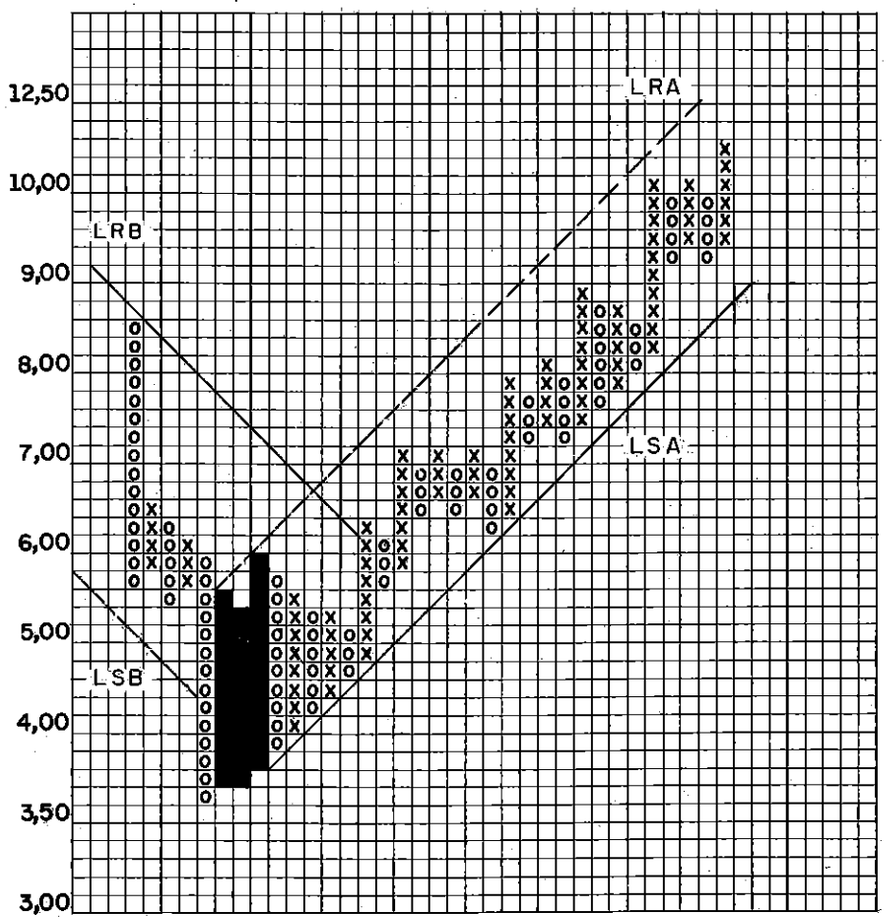


Fig. 3

Para a construção da **linha de resistência de baixa** e **suporte de baixa,** se procede de forma análoga às de alta, tendo também como início da linha a formação que inicia a tendência.

A figura 4 mostra as linhas de tendência de baixa. A linha superior é a de resistência e a inferior a de suporte.

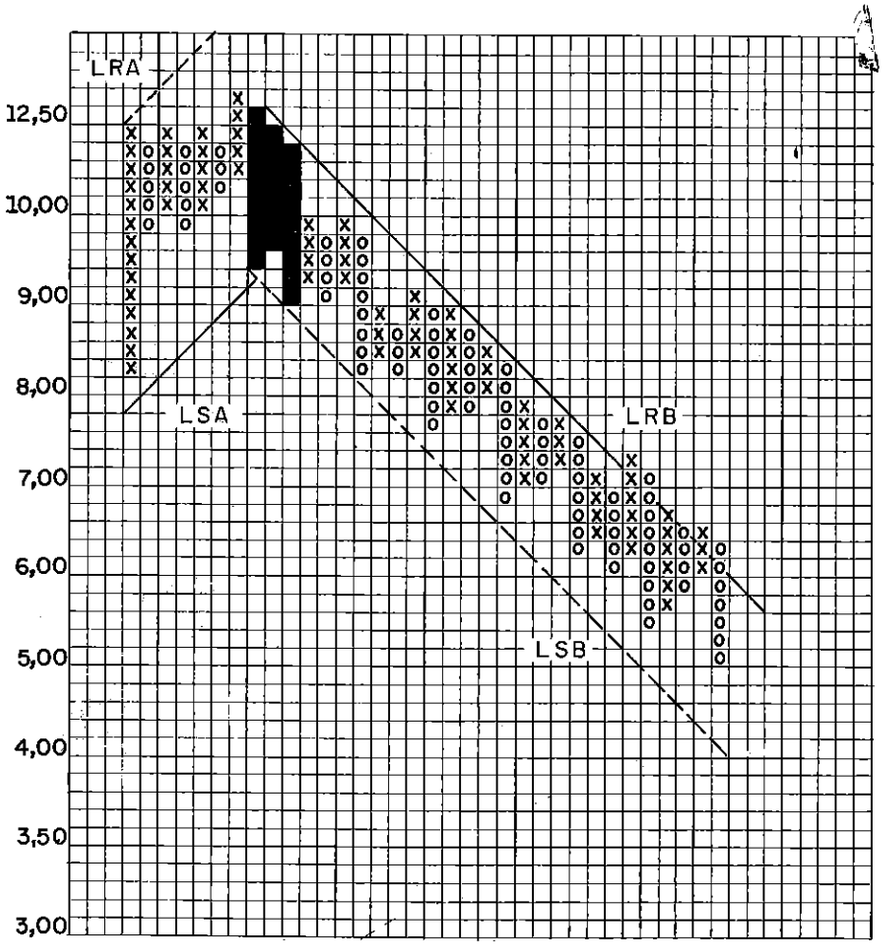


Fig. 4

Em função das linhas de resistência e suporte é possível não só determinar o intervalo de variação de tendência, mas também identificar o início e o fim da mesma. Neste trabalho são consideradas apenas as projeções efetuadas sobre as formações rompidas dentro do intervalo de validade de uma tendência da mesma natureza.

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

Devemos inicialmente distinguir duas possíveis linhas de fundamentação da técnica em exame. A primeira delas, de natureza explicativa, consistiria no relacionamento das formações e tendências, observadas no gráfico ponto-figura, com o comportamento típico de indivíduos com acesso especial à informação. Tais indivíduos — os **insiders** — se anteciparíam ao mercado, e sua atuação seria de alguma forma retratada graficamente. A segunda linha, de natureza eminentemente descritiva, consistiria na descrição probabilística dos padrões e tendências apresentadas nos gráficos.

Podemos encontrar na literatura ambos os enfoques. Todavia, segundo entendemos, o problema ainda não é tratado de maneira satisfatória. Existem muitas dificuldades em se reconhecer, na prática, a atuação dos chamados **insiders,** sendo a relação pretendida entre esta atuação e os padrões gráficos em geral obscura*. Por outro lado, as abordagens probabilísticas usuais são conceitualmente insatisfatórias. As percentagens médias de confirmação das projeções tradicionais, as rentabilidades médias e os períodos médios de maturação, usualmente associados a cada tipo de indicação (ver ref. (1) e (2)) são de utilidade duvidosa, pois não entendemos como estes elementos possam ser utilizados na formulação de uma política de investimento racional.

Embora reconheçamos, do ponto de vista metodológico, uma certa supremacia da abordagem considerada explicativa sobre a descritiva, face às enormes dificuldades relativas à atuação da figura dos **insiders,** procuramos estabelecer neste trabalho apenas uma descrição probabilística. Esta descrição só poderia ser considerada de teor explicativo na medida em que fosse relacionada, como decorrência lógica, à teoria de eficiência do Mercado. Mas como veremos adiante, o comportamento observado se contrapõe a esta teoria em seus aspectos gerais.

Apesar das restrições feitas à linha metodológica adotada, objetivamos, no decorrer do trabalho, contornar algumas das deficiências atribuídas à técnica, tanto do ponto de vista de sua fundamentação quanto de sua utilização.

Nessa linha, façamos agora uma pequena tentativa no sentido de fundamentar a técnica. De acordo com a teoria de eficiência do mercado, as oscilações das cotações em períodos distintos seriam independentes (isto é o que se espera do conhecido processo **Random-**

* Apesar da atuação do insider ser amplamente aceita, por que esta atuação provoca um determinado padrão e não um outro? De que forma, exatamente, um período de acumulação se relaciona com os movimentos nos quais se pretende haver distribuição dos títulos acumulados?

Walk). A literatura provê forte evidência de que as cotações seguem muito aproximadamente este processo. Desta forma, a afirmação de que o conhecimento de cotações passadas não seria importante na previsão de oscilações de preços, só é válida quando admitimos um tipo muito particular de relacionamento — o linear — entre oscilações em períodos distintos. Quando admitimos uma relação não-linear — como as satisfeitas por ocasião da formação de um determinado padrão no gráfico ponto-figura — a afirmação não é verdadeira. É possível imaginar um processo no qual variações sucessivas não são correlacionadas, sendo, no entanto, verificada uma relação muito precisa entre valores passados e oscilações futuras. Esta será precisamente a abordagem adotada no presente trabalho, no qual tentaremos estabelecer a distribuição de uma oscilação de preços dado a ocorrência de um evento definido pelo aparecimento de uma determinada formação no gráfico.

Naturalmente, como as dificuldades encontradas ainda são grandes, seria necessário examinar as propriedades de tal processo. Um processo normal, por exemplo, não apresentaria as características desejadas, sendo indispensável então verificar se realmente o conjunto de ocorrências que **formam uma figura** constitui de fato um evento. Contudo, julgamos oportuno, nesse primeiro estudo, ignorar estas dificuldades teóricas para estudar a suposta distribuição de uma oscilação de preços dado o rompimento de uma formação.

Desta forma, a variável de interesse será a oscilação percentual do índice de lucratividade sobre as cotações, relativa ao dia de rompimento de uma formação principal de determinado tipo (topo-duplo ou fundo-duplo). Esta oscilação percentual é chamada algumas vezes de rentabilidade, visto que se pode efetuar um investimento no dia do rompimento de uma formação. Ao rompimento de uma formação de baixa estaria associada uma oscilação negativa e, portanto, uma rentabilidade também negativa. A idéia básica é de que a variável aleatória-rentabilidade — associada a uma formação de alta — tem distribuição diferente da associada a uma formação de baixa. Em particular, a primeira distribuição teria média positiva, enquanto a segunda, média negativa. A técnica, então, consistiria em efetuar previsões com base nessas distribuições. Todo o aparato da Teoria da Decisão poderia então ser utilizado sem problema.

Entretanto, o interesse básico de um investidor não se prende somente à previsão de uma oscilação de preços, mas também, e com igual importância, à duração desta evolução. Isto ocorre na medida em que o conceito de taxa de retorno tem uma dimensão temporal, sendo que uma das restrições práticas mais sérias atribuídas às técnicas tradicionais de projeção é a de não fazerem referências a prazos,

sem os quais uma previsão de rentabilidade dificilmente apresentaria qualquer valor prático. Tendo isso em vista, estudamos as distribuições das oscilações associadas a cada tipo de formação em períodos fixos, a contar do dia do rompimento da formação. Os períodos considerados, levando-se em conta o caráter típico de curto prazo inerente à técnica, são de 1, 2, 3, 4, 5 e 6 meses, sendo particularmente relevantes os resultados referentes aos períodos de 1 a 2 meses. Um dos motivos desta posição diz respeito à própria atuação dos **insiders:** o mercado dificilmente demoraria mais do que este espaço de tempo para se ajustar aos fatos; o outro seria relativo à independência das observações, discutidas no item 4.

O problema da dependência das observações é fundamental, pois as possibilidades de utilização dos testes clássicos de hipóteses ficam sobremaneira reduzidas já que estes testes são desenvolvidos para amostras de observações independentes. Desta forma, a preocupação central deste estudo se prende à análise comparativa, através do comportamento dos respectivos gráficos, das diversas séries analisadas. Com o objetivo de explicitar características específicas do mercado, passamos a comparar séries históricas de cotações a séries simuladas, geradas segundo o modelo **Random-Walk.** Estas últimas foram geradas à semelhança do mercado, mas de forma a se afastar **a priori** a possibilidade de que estas séries apresentem os padrões de comportamento atribuídos normalmente ao mercado. O próprio mecanismo da geração discutido no item 4, fundamenta esta suposição. Assim, se as diversas estatísticas computadas não têm valor conclusivo quando tomamos cada uma das amostras isoladamente, estas mesmas estatísticas adquirem uma grande significação quando comparamos as amostras para as séries históricas às correspondentes para as séries simuladas.

Uma possibilidade aberta a estudos posteriores seria a obtenção de amostras com observações independentes. As dificuldades inerentes seriam basicamente de dois tipos: 1) seria necessário recorrer a um contexto teórico abrangente para estabelecer a independência das observações; 2) a massa de dados necessária à obtenção de uma amostra com um número razoável de observações seria substancialmente maior, o que conduziria tanto ao problema de escassez de informações, quanto ao excessivo volume de gráficos a serem construídos e analisados.

Apesar do problema da independência nas amostras e dos esforços despendidos visando uma análise correta do problema, não tivemos a pretensão de julgar que não foram omitidos fatores que, de outra forma, poderiam assumir certo vulto em nossas considera-

ções. As inúmeras simplificações efetuadas em estudos deste gênero possuem implicações difíceis de se avaliar **a priori.** Embora esta possibilidade não esteja de todo afastada, as conclusões obtidas através de um estudo comparativo entre as séries reais e as simuladas adquirem uma nova dimensão. Isto seria fato na medida em que as suposições efetuadas no decorrer da análise não apresentassem conseqüências diversas no que concerne às séries reais e simuladas, pois a existência de tal diferença implicaria no afastamento do próprio mercado do modelo **Random-Walk.** Considerações deste tipo são efetuadas quando analisamos, no item 4, a possível influência de informações **ex-post** na análise dos gráficos.

A ênfase dada no presente estudo diz respeito à tentativa de caracterização de formações principais por distribuições das oscilações percentuais em períodos fixos a elas associadas. Inicialmente levantamos, em correspondência ao rompimento de formações principais de alta e de baixa, uma amostra das diversas variáveis de interesse associadas a uma formação. Isto foi feito analisando-se as formações encontradas em diversos gráficos ponto-figura traçados a partir de séries de cotações, sendo que para cada formação principal encontrada, registramos os valores das seguintes variáveis:

a) valor da oscilação percentual relativa ao valor de rompimento obtido pela regra de projeção vertical;

b) valor da oscilação percentual relativa ao valor de rompimento obtido pela regra de projeção horizontal;

c) o tempo decorrido ou de confirmação, a partir do dia do rompimento, até a ocorrência do valor previsto em a);

d) o tempo decorrido ou de confirmação, a partir do dia do rompimento, até a ocorrência do valor previsto em b); e

e) os valores das oscilações percentuais relativas ao valor de rompimento no final de períodos de 1 a 6 meses, contados a partir do dia do rompimento da formação.

Todo o estudo se atém, então, à análise destas variáveis a partir das amostras levantadas. Obtivemos uma amostra para os topos-duplos e uma para os fundos-duplos. O levantamento foi efetuado tanto sobre cotações reais de ações quanto sobre cotações simuladas a partir de um modelo de probabilidade pré-estabelecido, originando um total de quatro amostras: duas sobre cotações reais e duas sobre cotações

simuladas. Fazemos no item 4 algumas considerações sobre este levantamento.

4. CONSIDERAÇÕES SOBRE AS AMOSTRAS

4.1. Amostras sobre Cotações Reais

Considerando-se a facilidade de obtenção de dados e a existência de alguns gráficos ponto-figura já traçados em estudos anteriores, tomamos como base as cotações das ações negociadas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Como as cotações entre as diversas Bolsas do país mantêm estreita semelhança, especialmente no que concerne a movimentos de alta e baixa pronunciados, julgamos também válidos para as demais Bolsas os resultados obtidos.

Observando esta delimitação, selecionamos entre os diversos títulos aqueles que, negociados continuamente em todo o período, apresentassem maior liquidez. O critério de liquidez adotado nesta seleção foi um tanto subjetivo, estando de certa forma ligado à tradição dos títulos no mercado. Nesse ponto poderia ser levantado o caráter restrito deste estudo, porém, na medida em que seria bem pequena a utilidade de uma técnica desenvolvida para um título que não contasse com um mercado real, esta objeção deveria levar em conta a própria concentração do mercado em alguns poucos títulos.

Efetuada a seleção de títulos, traçamos os respectivos gráficos ponto-figura segundo as regras consideradas no item 2, utilizando cotações máximas e mínimas diárias. Dentro do período coberto pelo levantamento — 1968/1973, inclusive — e para cada um dos títulos selecionados, procedeu-se a uma análise **ex-ante** dos gráficos seguindo rigorosamente a técnica.

Por análise **ex-ante** nos referimos à não utilização de informações futuras no traçado de linhas de tendência ou no reconhecimento de formações. Isto quer dizer que o gráfico foi interpretado, no decorrer de sua evolução, sem se levarem em conta desempenhos posteriores ao instante de observação, ou melhor, interpretou-se um determinado sinal em determinado dia, analisando apenas o que ocorreu anteriormente àquele dia. Com isto pretendemos efetuar o estudo em condições próximas ao que seria a utilização prática da técnica em Análise de Investimento.

Neste momento o leitor poderia levantar sérios problemas com relação ao seguinte aspecto: teria sido utilizada informação **a posteriori,** mesmo que inconscientemente, na análise dos gráficos? Objeções

desta natureza podem ser afastadas com a realização de análise idêntica sobre uma série de cotações simuladas segundo o modelo **Random-Walk.** No caso em que esta utilização inconsciente de informações **ex-post** fosse significativa, os resultados obtidos para as cotações simuladas deveriam ser semelhantes aos obtidos para as cotações reais. Mas, como será visto nos itens 5 e 6, isto não ocorreu, indicando, portanto, que as características encontradas para as cotações devem ser efetivamente atribuídas às especificidades do mercado.

Desta maneira, foram considerados todos os fundos-duplos que estivessem abaixo das respectivas linhas de resistência de baixa e todos os topos-duplos que estivessem acima das respectivas linhas de suporte de alta, portanto, todas as formações principais. Uma linha de tendência, uma vez traçada, foi considerada válida até ser rompida, encontrando-se, assim, um total de 68 topos-duplos, inseridos nos gráficos das 5 primeiras ações selecionadas, e 50 fundos-duplos nos gráficos de todos os 11 títulos, em todo o intervalo temporal estudado. O número de títulos analisados em cada caso foi função do número aproximado de elementos desejados na amostra.

Com relação às variáveis levantadas para cada uma dessas formações, cabem algumas considerações. Em primeiro lugar, quando o valor das projeções verticais ou horizontais não foi atingido dentro do período considerado no estudo, arbitrou-se um tempo razoavelmente grande para as variáveis "a" e "d", discriminadas no item 3. Isto, naturalmente, exerce alguma influência nos coeficientes de correlação obtidos entre as oscilações previstas e o tempo necessário para atingi-las; portanto o cálculo destes coeficientes foi apenas ilustrativo. Em segundo lugar, as oscilações no final dos períodos de 1 a 6 meses não apresentam um caráter temporal tão rígido, visto que variações de 1 ou 2 dias são muitas vezes inevitáveis, dado a descontinuidade nas negociações. Neste cômputo foram considerados tanto os dias úteis quanto os sábados, domingos e feriados.

Outro fator que merece nossa consideração se refere ao caráter bem particular do período coberto, incluindo movimentos de euforias altistas como o de 1971. Infelizmente, não foi possível analisar um período mais amplo; contudo, chamamos a atenção do leitor para a natureza essencialmente jovem de nosso Mercado. Após as transformações estruturais sofridas a partir de 1964, acreditamos que o comportamento do Mercado, em épocas anteriores, tivesse possivelmente apresentado comportamento distinto do atual, o que não invalidaria de modo algum este estudo.

Também a passagem de preços **com-direitos** para **ex-direitos** foi levada em conta no levantamento das oscilações percentuais, e sempre

que nos referimos a oscilações de cotações estamos nos referindo em realidade a oscilações de índices de lucratividade, de forma que estas oscilações correspondem efetivamente a retornos de possíveis investimentos. Assim, a independência das observações em cada amostra é o aspecto mais importante.

No item 6 procuramos associar uma formação de alta ou de baixa — um topo-duplo ou um fundo-duplo, a um certo poder discriminatório quanto a oscilações de preços após seu rompimento. Vale evidenciar que as distribuições das oscilações associadas aos topos e aos fundos são essencialmente distintas. Nos testes aplicáveis, no entanto, as hipóteses nulas são invariavelmente baseadas no modelo **Random-Walk** onde a distribuição de uma oscilação após o rompimento de uma formação não dependeria da natureza desta última. Segundo este modelo, oscilações em períodos distintos são independentes, mas, evidentemente, isto não ocorre para períodos superpostos, visto que quanto maior a superposição relativa ao tamanho do intervalo maior será a dependência. Desta forma, quando no período imediatamente após o rompimento de uma formação ocorre o rompimento de outra, as oscilações correspondentes não são independentes (isto ocorre em observações sobre um mesmo título). Embora a teoria de eficiência do mercado negue a dependência entre oscilações de dois títulos em períodos distintos, o mesmo não se observa em oscilações dos mesmos títulos em períodos superpostos. Cabe, entretanto, observar que uma superposição em períodos para um mesmo título tem uma importância maior do que para títulos distintos. Isto ocorre devido ao fato de o coeficiente de correlação entre as oscilações de dois títulos quaisquer ser inferior à unidade.

Para se ter idéia do grau de dependência no presente caso, foi levantado um mapa assinalando, para cada título, o dia de rompimento de todas as formações consideradas (fig. 5). Desta forma, tomando-se períodos de 1 a 6 meses, contados a partir do dia do rompimento de cada formação, podemos observar a superposição de períodos tanto para um mesmo título quanto para títulos distintos. Na comparação entre as oscilações correspondentes aos topos e fundos, a dependência, normalmente positiva, observada entre a oscilação de uma amostra e a de outra amostra em período correspondente, ao contrário de invalidar, confirma nossas hipóteses quanto ao poder discriminatório entre as formações.

Como podemos observar na fig. 5, as formações de alta e de baixa concentraram-se basicamente em épocas distintas. Isto contribui para que as referidas superposições entre amostras fossem pouco significativas. Aliás, esta concentração de formações de determinado

Série Real — Mapa dos Dias de Rompimento das Formações Analisadas

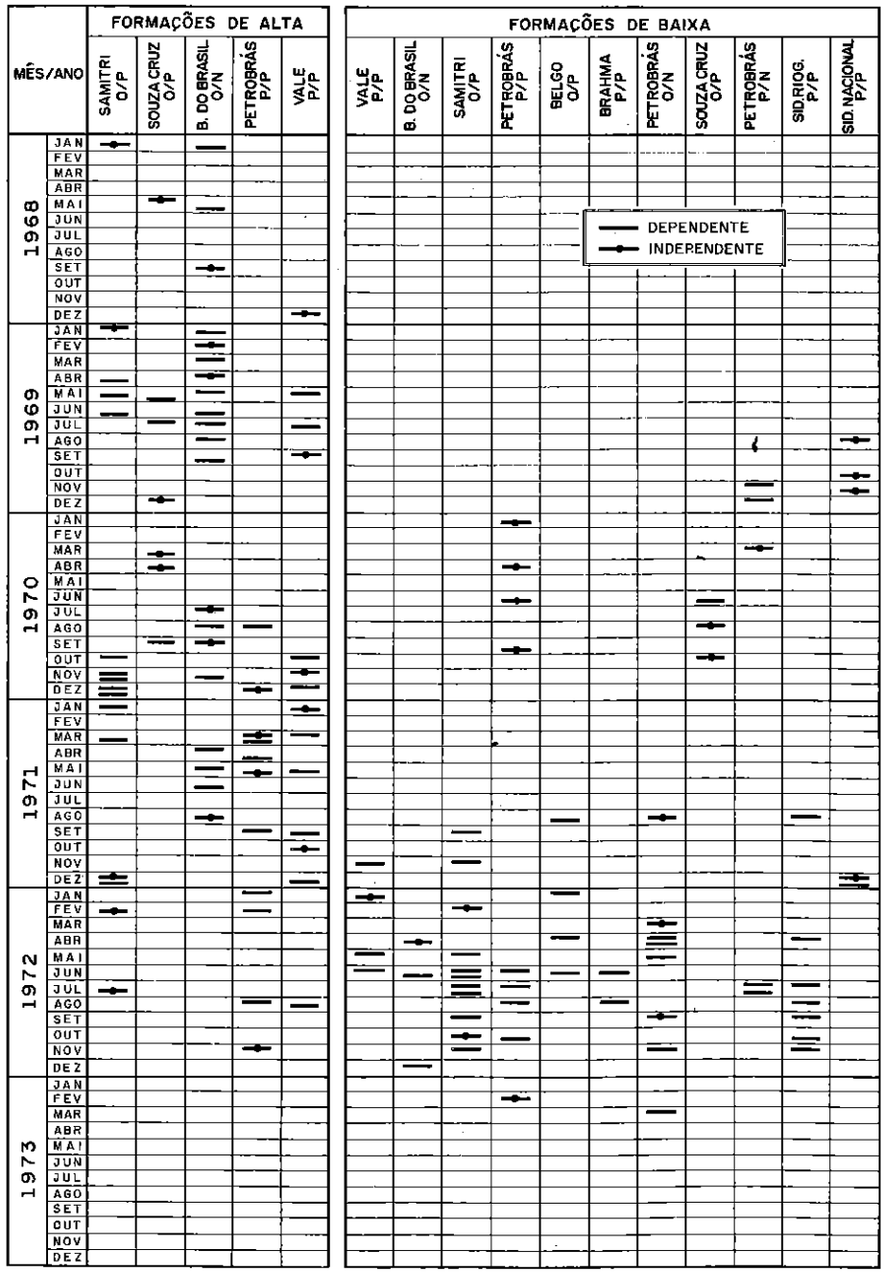


Fig. 5

tipo em determinados períodos, como veremos mais tarde, é uma característica exclusiva das amostras sobre cotações reais, não sendo observada para as amostras sobre cotações simuladas.

Também podemos observar que, se existe alguma superposição quando tomamos o período de 1 mês após o rompimento, a superposição para períodos superiores será muito grande, especialmente para as formações de alta. Na fig. 5, as formações que poderiam originar observações independentes para o período de 1 mês encontram-se assinaladas. Tendo em vista o grande grau de dependência mesmo para o período de 1 mês, a aplicação dos testes clássicos de hipóteses deixa de ser conclusiva no sentido usual. Todavia, cremos que os resultados dos mesmos adquirem um certo significado quando comparados com os mesmos resultados para a amostra sobre cotações simuladas.

4.2. Amostras sobre Cotações Simuladas

No sentido de possibilitar o estudo comparativo pretendido gerou-se um conjunto de séries cujo comportamento estivesse de acordo com o modelo **Random-Walk.** Construiu-se, assim, uma seqüência de números aleatórios não correlacionados, com distribuição normal de média nula e desvio-padrão de 0,02 ou 0,03 (estes valores foram tomados como oscilações percentuais diárias de um título). Assim, chamando-se de V_i cada um desses valores, e de P_i cada um dos elementos das séries de preços, temos a relação $P_{i+1} = P_i(1+V_i)$.

A partir de um número inicial (chamado IX) obtém-se um número da série através de multiplicações e somas do número anterior da seqüência por constantes. O resultado é submetido a um truncamento, obtendo-se assim o número seguinte de uma série de números aleatórios independentes, com distribuição uniforme entre zero e um. Isto é feito por intermédio da sub-rotina RANDU, do SSP (Scientific Subroutine Package) da IBM. Em seguida, cada doze números desta seqüência são somados para se obter uma seqüência de números aleatórios com distribuição aproximadamente normal. Cada elemento desta série normal sofre, então, uma transformação linear, de modo a apresentar a média e o desvio-padrão desejados. Isto é feito através da sub-rotina GAUSS, também do SSP da IBM. Finalmente, estas oscilações percentuais originaram séries de preços da maneira discutida acima. Obteve-se, desta forma, um total de 6 séries — uma para cada valor inicial IX. Cada uma das séries tem a duração aproximada de 20 anos, correspondendo cada 20 valores a um mês.

Como foi discutido no item 3, dificilmente poderíamos conceber que este método de geração das séries simuladas pudesse originar sistematicamente as figuras e tendências atribuídas às séries reais de cotações. Com relação à independência das oscilações diárias, podemos verificar que as auto-correlações levantadas para estas séries de oscilações simuladas não apresentam valores significativamente diferentes de zero.

Considerando-se a extensão das séries geradas, programou-se um algorítimo para facilitar a construção dos respectivos gráficos ponto-figura. Este algorítimo considera apenas uma cotação para cada dia de negociação, e não um preço máximo e um preço mínimo diários como foi feito para as séries de cotações reais. Portanto, excluindo este fator, todas as outras regras de construção foram mantidas. Naturalmente, neste caso não há a ocorrência de direitos, não sendo, pois, necessários os ajustamentos correspondentes. Não se dispondo de um plotador de gráficos, o algorítimo utilizado apenas se encarrega de imprimir uma lista com os níveis máximos e mínimos correspondentes a cada coluna do gráfico, bem como sua respectiva tendência. A partir desta lista, o traçado dos gráficos em papel apropriado foi imediato e isento de possibilidade de erros na construção. Para ilustrar o comportamento das séries simuladas, apresentamos na figura 6 um dos seis gráficos assim obtidos.

Através desses gráficos procedeu-se a uma análise **ex-ante** das tendências e formações, seguindo exatamente os mesmos critérios adotados para a série real. A análise de todas as formações principais, encontradas em quatro dessas séries, possibilitou o levantamento de 54 topos-duplos. O levantamento dos 56 fundos-duplos considerados no estudo exigiu a análise, além das quatro séries anteriores, de duas outras séries. Pode-se observar o pequeno número de formações encontradas nas séries simuladas em relação à série real. Um fator que poderia explicar tal diferença é o desvio-padrão adotado por ocasião da geração das séries simuladas, das oscilações diárias.

Os diversos valores das variáveis analisadas para cada formação foram devidamente levantados da mesma forma que no caso das cotações reais. Cabem aqui as mesmas considerações quanto ao tempo necessário para que os valores projetados sejam atingidos, exceto que, agora, a cada 20 valores corresponde um mês.

Devido ao processo segundo o qual as séries foram geradas, é bem mais fácil estabelecer-se a dependência ou independência das observações neste caso. Dentro de uma mesma série, este critério seria idêntico ao discutido no caso das séries reais. Todavia, séries geradas a partir de valores iniciais IX distintos não se comportam,

deste ponto de vista, como duas séries em períodos idênticos, mas sim como uma mesma série em períodos distintos. Em outras palavras, oscilações em duas dessas séries devem sempre ser consideradas independentes. Apresentamos na fig. 7 um mapa semelhante ao da fig. 5, indicando o dia de rompimento de cada formação. Os valores atribuídos aos anos são apenas ilustrativos, e as oscilações das duas séries distintas no mesmo período, como já vimos, não apresentam a menor relação, devendo ser tomadas como independentes.

Podemos ver que o grau de independência apresentado por estas amostras é bem superior ao apresentado pelas de séries reais para o mesmo período de um mês. Isto se deve parcialmente ao fato do período temporal ter sido bem maior para este caso, tendo as formações se localizado de forma mais esparsa.

Uma das características que deve, efetivamente, ser atribuída ao mercado é a concentração de formação de um determinado tipo em determinadas épocas. Quando comparadas à distribuição temporal das formações no caso das séries simuladas, estas últimas apresentam uma característica essencialmente uniforme. Partindo do pressuposto de que as formações de alta e de baixa no mercado estão efetivamente associadas a movimentos de alta e de baixa, respectivamente, isto poderia indicar a existência de tendências que não são encontradas no caso da simulação efetuada. Realmente, o pequeno grau de concentração das formações na série simulada poderia ser explicado pelo rompimento aleatório de formações no período médio em que uma linha de tendência ainda não fosse rompida, tempo este certamente diferente de zero. Aparentemente, o mesmo não ocorre no caso das séries reais.

5. ESTUDO DAS PROJEÇÕES TRADICIONAIS

Nosso objetivo nesse item será estudar algumas características das projeções de oscilações de preços tradicionalmente efetuadas por ocasião do rompimento de uma formação principal, como instrumento de previsão do comportamento do mercado. O estudo será efetuado sobre a amostra mencionada no item 3, e considerará quatro aspectos distintos. Inicialmente, faremos algumas considerações quanto à distribuição dessas projeções. Em seguida, nossa atenção se voltará para a distribuição da variável-tempo decorrido até que os níveis projetados sejam atingidos. Dando continuidade ao estudo, focalizaremos a possível relação entre os valores projetados e as oscilações, no final de períodos de 1 a 6 meses. Finalmente, analisaremos a relação porventura existente entre os níveis de oscilação projetados e o tempo

Gráfico Ponto-Figura da Série Simulada

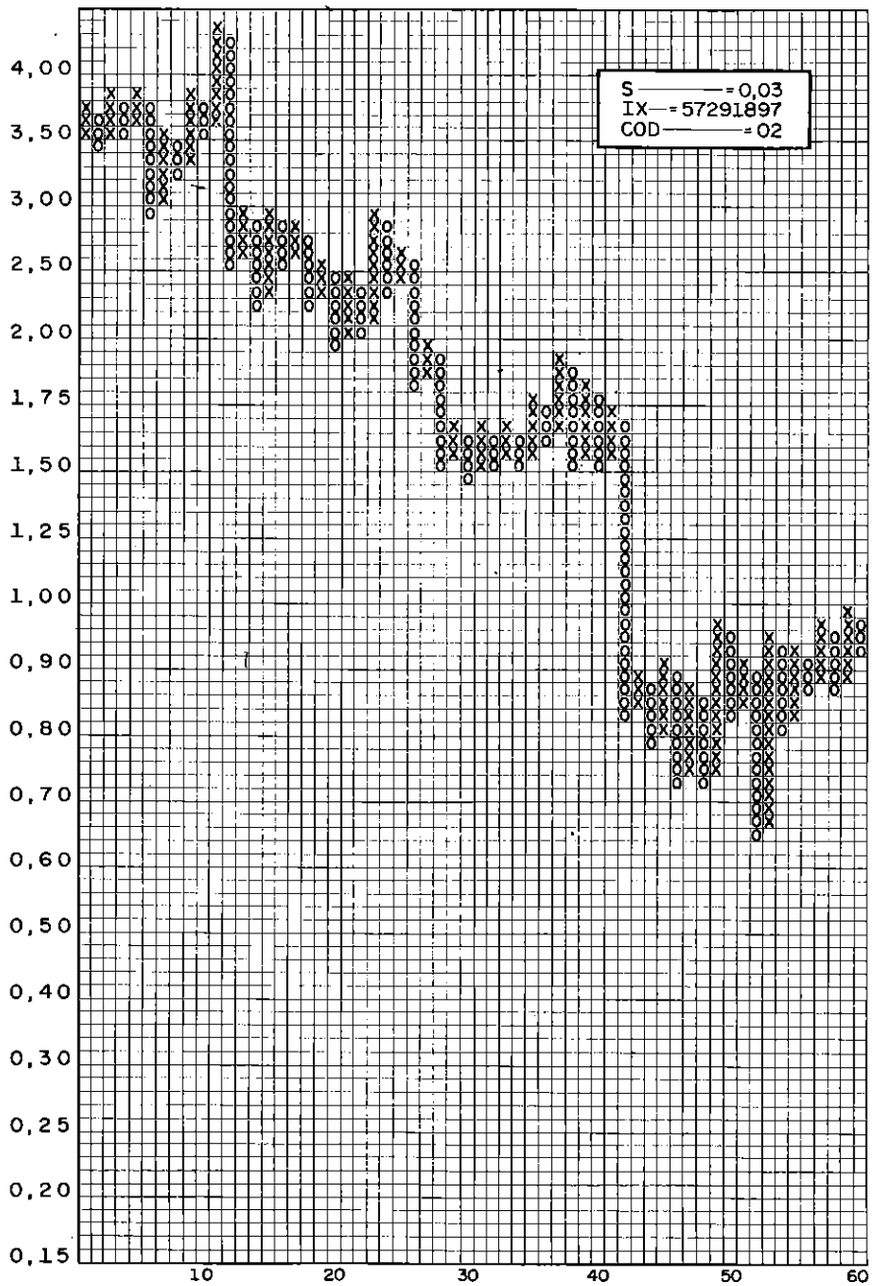


Fig. 6-a

cont.

cont.

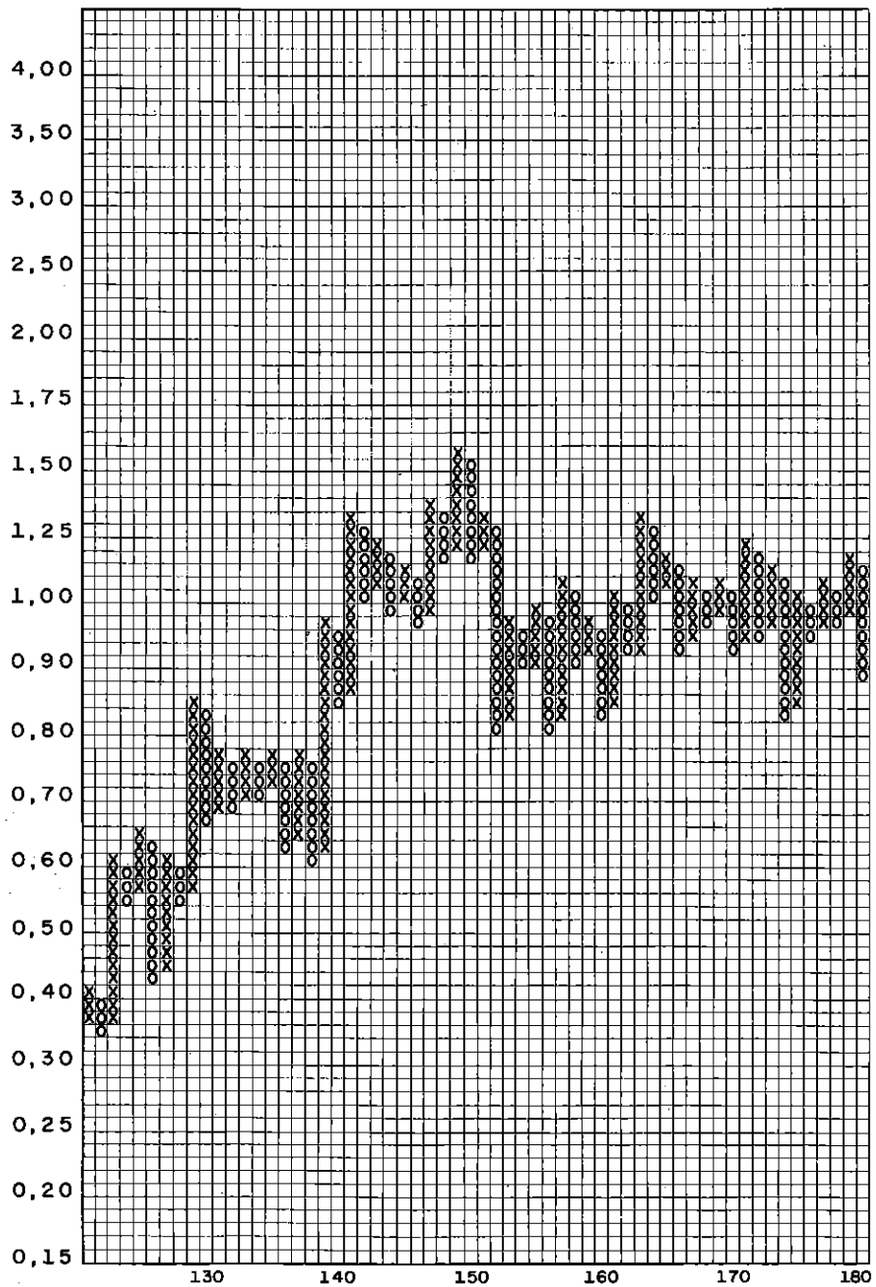
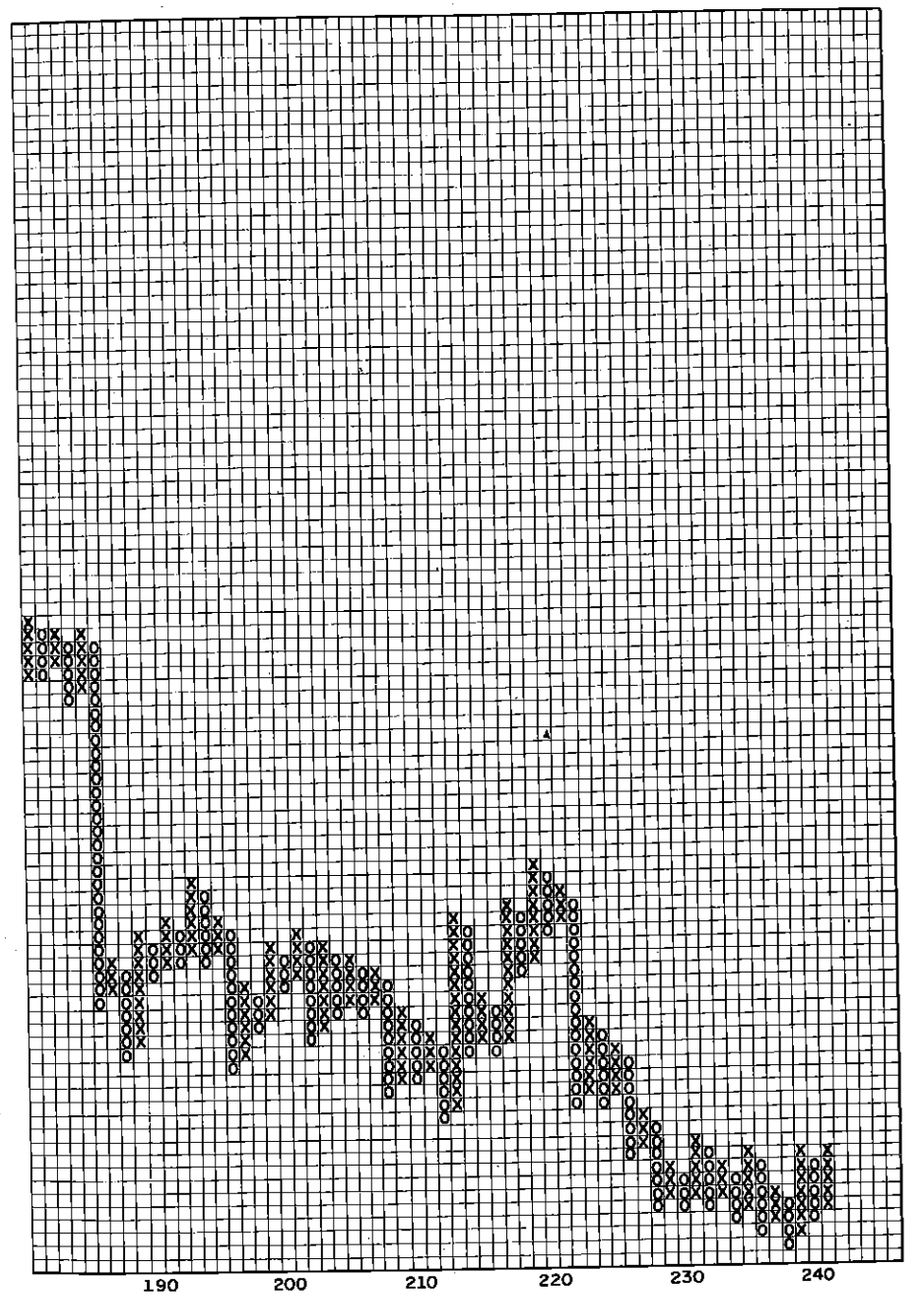
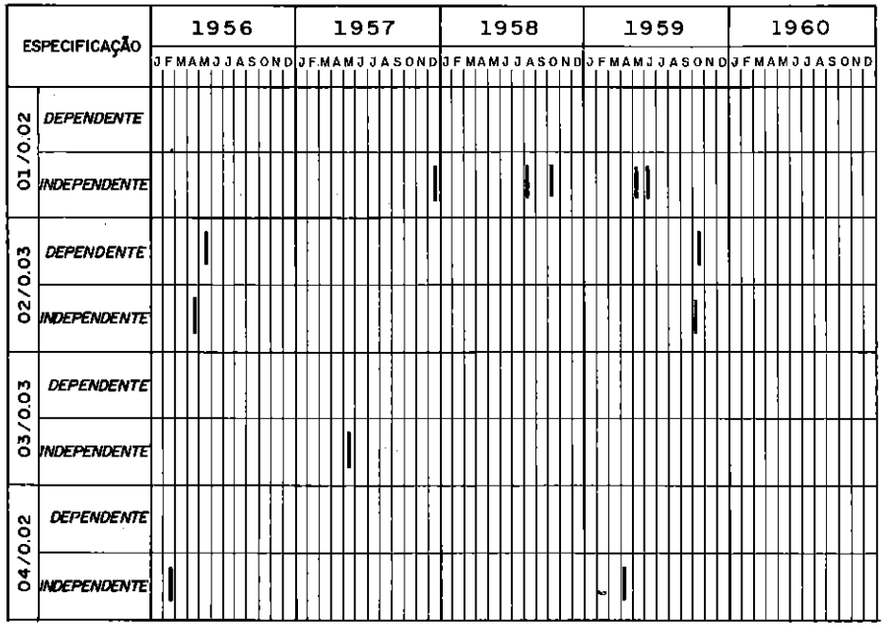

4,00
3,50
3,00
2,50
2,00
1,75
1,50
1,25
1,00
0,90
0,80
0,70
0,60
0,50
0,40
0,30
0,25
0,20
0,15
130
140
150
160
170
180

Fig. 6-b


190
200
210
220
230
240

Série Simulada — Mapa dos Dias de Rompimento das Formações de Alta Analisadas



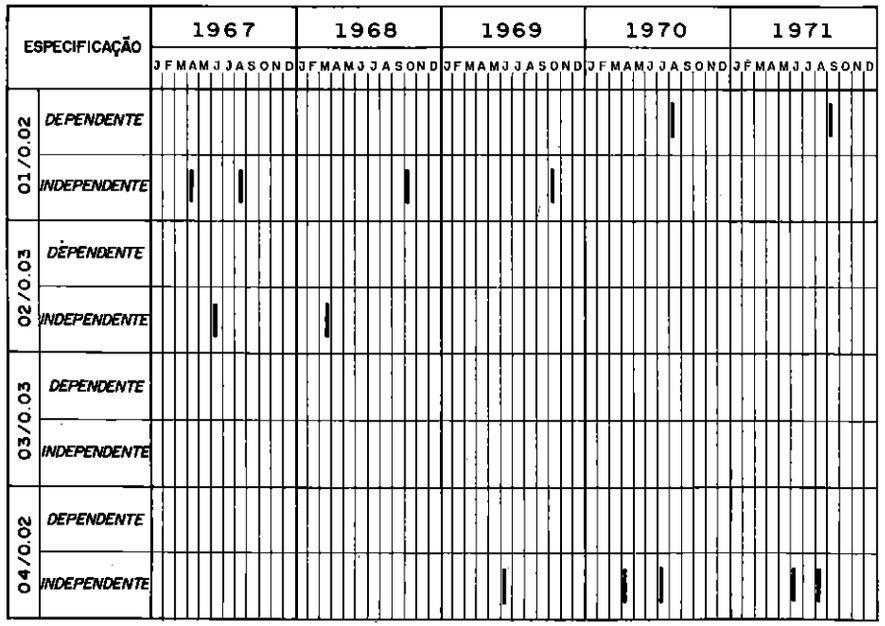
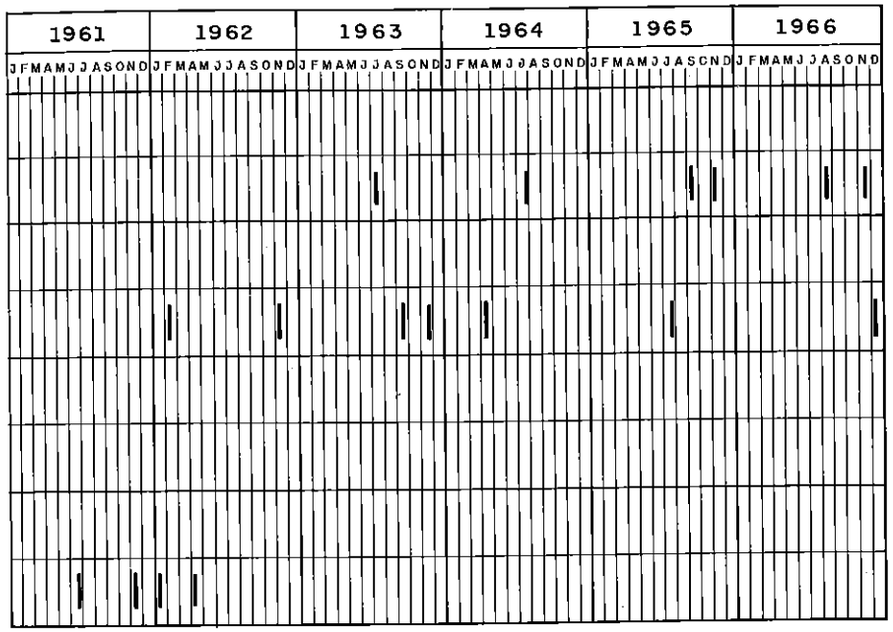
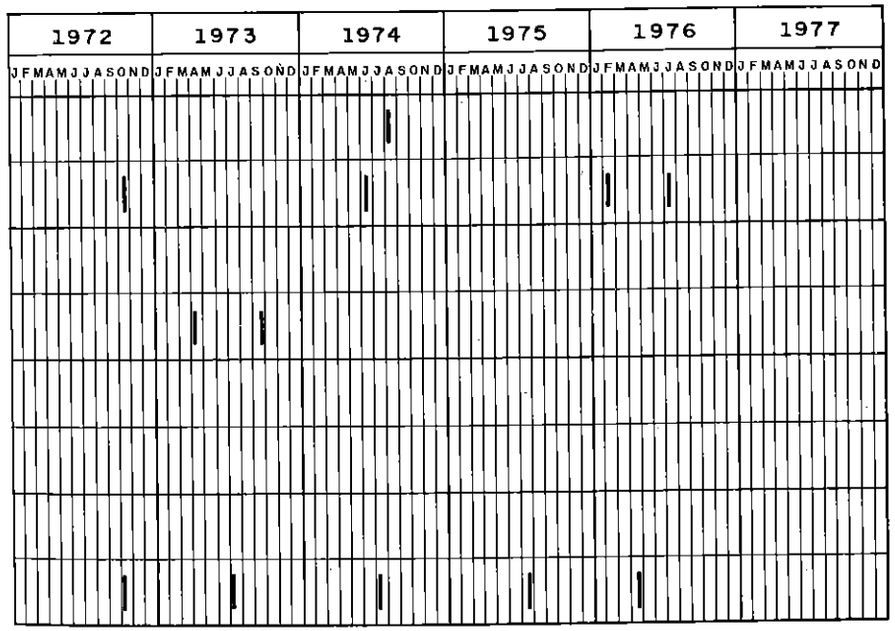
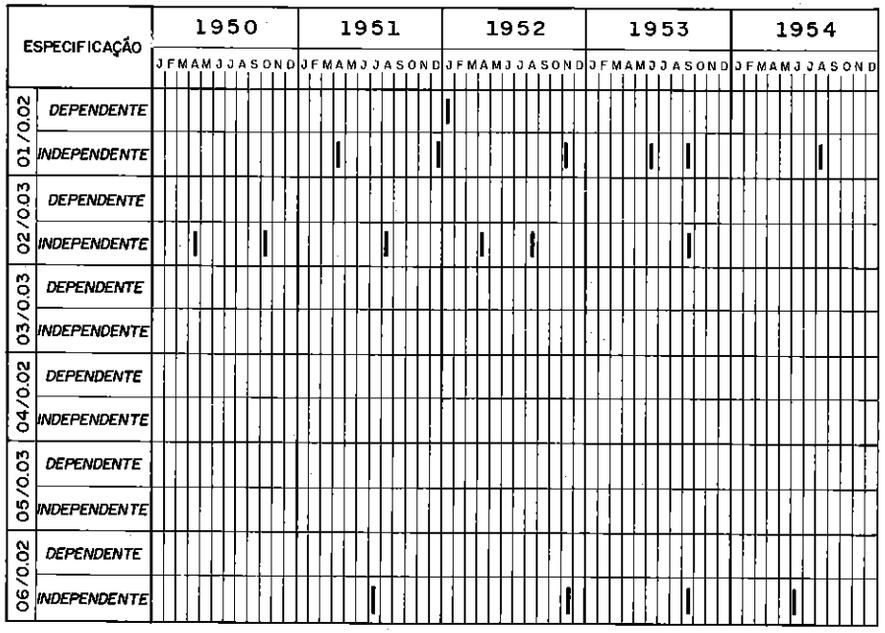


Fig. 7-a





Série Simulada — Mapa dos Dias de Rompimento das Formações de Baixa Analisadas



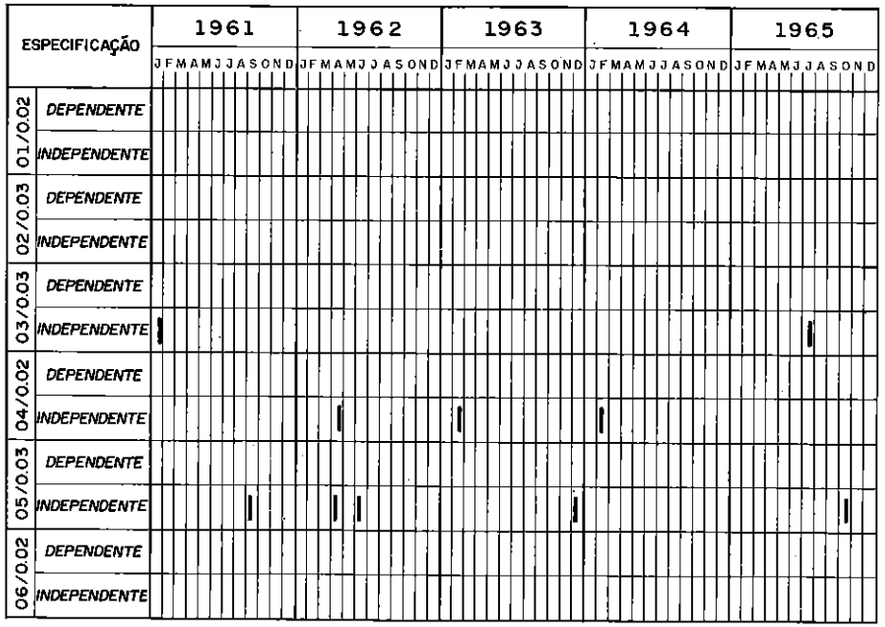
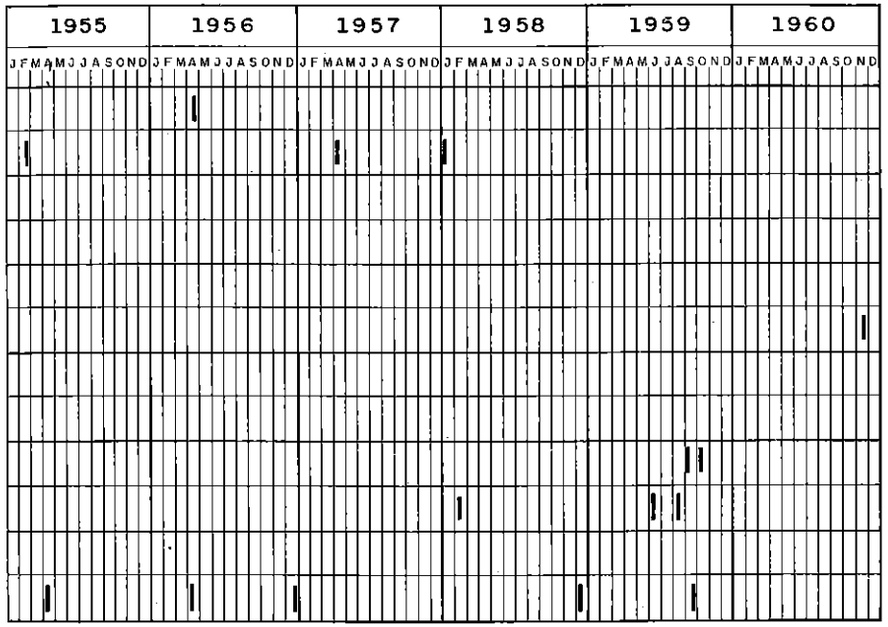
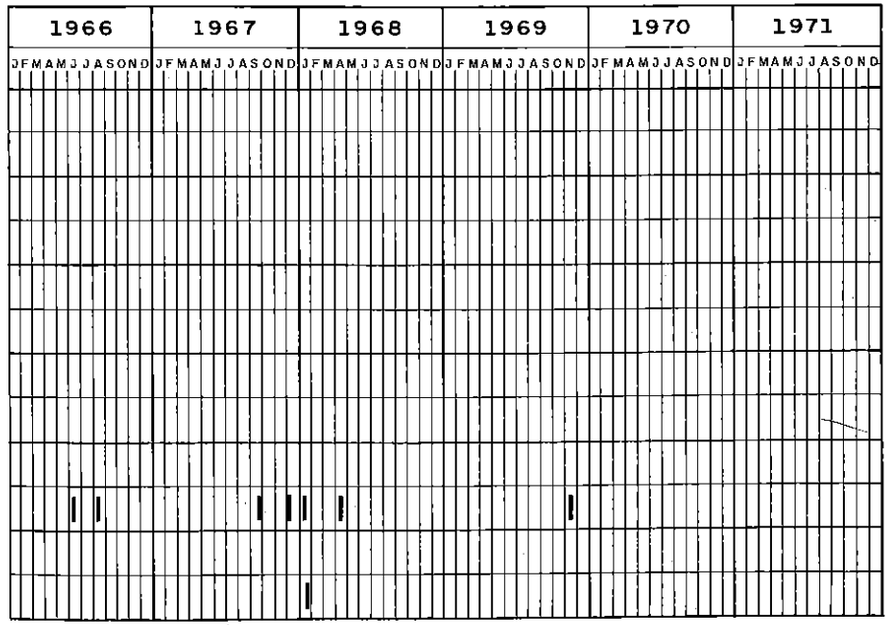


Fig. 7-b





decorrido até sua confirmação. Sempre que possível, procuramos evidenciar as diferenças entre estes diversos fatores com relação aos dois conjuntos de séries: o de cotações reais e o de cotações simuladas. O estudo será dividido em duas partes, segundo o caráter de alta ou de baixa das formações analisadas.

5.1. Estudo das Projeções Tradicionais de Alta

Com o intuito de melhor explicar as características da distribuição das projeções tradicionais, o levantamento de histogramas para a variável oscilação projetada foi acompanhado do cálculo de diversas estatísticas, apresentadas na tabela 1. Os valores computados são os seguintes: oscilação percentual média ($\bar{R}$), oscilação percentual modal ($\hat{R}$), coeficiente de assimetria (A), coeficiente de variabilidade (CV), desvio-padrão das oscilações percentuais (σ), erro padrão da média das oscilações percentuais (EPM), valores mínimos (VMIN) e máximos (VMAX) das oscilações percentuais e concentrações das três classes centrais (CCC).

TABELA 1 — Parâmetros das Distribuições das Projeções Tradicionais de Alta

PARÂMETROS	PROJEÇÃO HORIZONTAL		PROJEÇÃO VERTICAL	
	SÉRIE REAL	SÉRIE SIMULADA	SÉRIE REAL	SÉRIE SIMULADA
$\bar{R}$	18,48	23,57	28,24	21,87
$\hat{R}$	12,39	13,70	24,71	17,22
A	0,41	0,53	0,28	0,41
CV	0,80	0,80	0,45	0,52
σ	14,69	18,81	12,63	11,46
EPM	1,79	2,58	1,54	1,57
VMIN	2,27	4,55	8,70	5,26
VMAX	91,30	100,00	66,67	66,67
CCC	89,55	83,30	82,30	83,40

Comparemos agora as oscilações projetadas pela regra de projeção horizontal para topos-duplos sobre as cotações reais e simuladas. Como podemos verificar (tabela 1), o comportamento de ambas as amostras foi bastante similar, com exceção feita aos seus valores médios, apresentando a série de cotações simuladas maior nível projetado médio. Considerando-se que as projeções horizontais são efetuadas sobre a largura do movimento que precede o rompimento das formações, dito de **acumulação,** conclui-se que as séries de cotações reais apresentaram os referidos movimentos menos extensos nos gráficos.

Com relação às oscilações projetadas pela regra de projeção vertical para topos-duplos, das diferenças entre os diversos parâmetros registrados para as séries históricas e simuladas merece destaque a referente ao valor médio das oscilações percentuais. Considerando-se que, por seu turno, as projeções verticais são efetuadas levando em consideração a amplitude de variação das cotações, na mesma coluna, até o ponto de rompimento das formações, pode-se concluir que as séries de cotações simuladas apresentaram aquelas variações inferiores às das séries de cotações reais.

Comparando-se os resultados obtidos quando se utilizam as duas técnicas de projeção nas mesmas séries, podemos observar alguns pontos interessantes. Para as séries simuladas verifica-se uma relativa neutralidade destas em relação às técnicas horizontal e vertical, dado à semelhança entre os valores projetados quando se procede ao uso das mesmas. Já para as cotações reais tal não se verifica: os valores médios das projeções apresentam uma diferença apreciável.

No estudo da variável-tempo decorrido até a confirmação dos valores projetados, o levantamento dos respectivos histogramas também foi acompanhado do cálculo de valores tais como: tempo mediano ($\bar{\bar{T}}$), valor mínimo (TMIN) e máximo (TMAX), quartil de 1.ª ordem (TQ_1) e quartil de 3.ª ordem (TQ_3). Estes valores compõem a tabela 2.

Considerando inicialmente as projeções horizontais, os histogramas referentes às amostras apresentam nítidas diferenças no que diz respeito aos valores das separatrizes. Embora pudesse ser esperado um maior tempo mediano para confirmação da projeção horizontal nas séries simuladas — devido aos valores projetados desta forma terem sido maiores — a diferença constatada nas separatrizes foi mais do que porporcional àquela observada nos níveis projetados, evidenciando, assim, um comportamento de mercado um tanto diferente daquele previsto pelo modelo **Random-Walk.**

Como pode ser visto na tabela 2, também para as projeções verticais, as separatrizes apresentam-se bastante distintas. Como os níveis projetados verticalmente se mostraram superiores nas séries de cotações reais, era de se esperar que os tempos medianos variassem no mesmo sentido. Este fato, entretanto, não se verificou, sendo cons-

TABELA 2 — Parâmetros das Distribuições dos Tempos das Projeções Tradicionais de Alta

PARÂMETROS	PROJEÇÃO HORIZONTAL		PROJEÇÃO VERTICAL	
	SÉRIE REAL	SÉRIE SIMULADA	SÉRIE REAL	SÉRIE SIMULADA
$\bar{\bar{T}}$	18,24	270,00	37,78	290,00
CV	2,31	2,20	2,06	1,52
TMIN	0,00	0,00	1,00	0,00
TMAX	1.825,00	5.475,06	1.825,00	5.475,00
TQ_1	8,50	50,00	5,55	63,33
TQ_3	70,00	*	90,00	*

* O valor desta separatriz foi superior ao limite de 400 dias.

tatada uma acentuada diferença em sentido contrário, reforçando a conclusão anterior quanto ao afastamento do mercado do modelo **Random-Walk.**

Quando comparamos os resultados obtidos pela utilização das projeções horizontal e vertical sobre as mesmas séries, concluímos que também existe uma relativa neutralidade no que diz respeito aos tempos medianos de confirmação dos níveis projetados nas séries de cotações simuladas. Nas séries de cotações reais tal não se verifica, posto que o tempo mediano relativo à projeção vertical foi acentuadamente maior, sendo que, possivelmente, este fato ocorra devido aos maiores níveis atingidos pelas projeções verticais. Esta diferença se acrescenta às especificidades encontradas no comportamento do mercado.

Na tentativa de se verificar se a uma maior oscilação projetada corresponderia um maior tempo até que esta projeção fosse atingida, foram computados os coeficiente de correlação entre essas variáveis. Nas séries reais, o valor encontrado para as projeções horizontais foi

de 0,48, enquanto que para as verticais este coeficiente foi de 0,19. Nas séries simuladas, os mesmos coeficientes foram de 0,23 e de −0,03, respectivamente. Tais valores, entretanto, são fortemente afetados pelos tempos arbitrados quando as projeções não foram atingidas no intervalo temporal analisado, não sendo, portanto, conclusivos.

Quanto à validade de se utilizarem as projeções tradicionais como instrumento de previsão, podemos chegar a algumas conclusões. Em primeiro lugar, o coeficiente de correlação entre as oscilações projetadas horizontal e verticalmente foi de −0,11 para as séries históricas e de 0,36 para as séries simuladas, evidenciando uma certa inconsistência entre as duas técnicas. Em segundo lugar, quando é fixado um prazo para o investimento, não se encontra correlação apreciável entre os valores projetados, tanto horizontal quanto verticalmente, e os observados no final desses períodos. Este fato pode ser observado na tabela 3, onde comparamos estes coeficientes para as séries históricas e simuladas. Em muitos casos, essas correlações são até mesmo negativas, o que, se significativas, indicariam que, correspondendo à previsão de um mercado extremamente altista, se verificariam fracos movimentos de alta, e vice-versa. Assim podemos concluir que, quando se tem em vista um horizonte temporal definido para o investimento, a utilização indiferente das técnicas de projeções tradicionais não tem significado como instrumento de previsão.

TABELA 3 — Coeficientes de Correlação entre os Valores Projetados e os Valores em Final de Período, para Topo-duplo

MÊS	PROJEÇÃO HORIZONTAL		PROJEÇÃO VERTICAL	
	SÉRIE REAL	SÉRIE SIMULADA	SÉRIE REAL	SÉRIE SIMULADA
1	- 0,31	0,07	- 0,01	- 0,01
2	- 0,32	0,14	0,07	0,06
3	- 0,22	0,16	- 0,08	0,14
4	- 0,09	0,16	- 0,19	0,12
5	- 0,14	0,27	- 0,18	0,15
6	- 0,13	0,22	- 0,22	0,10

5.2. Estudo das Projeções Tradicionais de Baixa

Passamos agora ao estudo das projeções de baixa seguindo o mesmo critério adotado no item anterior, utilizando a mesma disposição do material em tabelas.

Como pode ser constatado na tabela 4, o comportamento das amostras de valores projetados pela regra horizontal foi bem diferente. Isto é verdade, principalmente, no que concerne aos valores médios das oscilações projetadas, alcançando estas um valor bem menos negativo para as séries históricas de cotações. Levando-se em consideração que a largura das faixas anteriores ao ponto de rompimento das formações, ditas faixas de **distribuição,** influenciará diretamente os níveis assim projetados, observa-se que as séries históricas apresentam estas faixas menos extensas nos repectivos gráficos.

TABELA 4 — Parâmetros das Distribuições Tradicionais de Baixa

PARÂMETROS	PROJEÇÃO HORIZONTAL		PROJEÇÃO VERTICAL	
	SÉRIE REAL	SÉRIE SIMULADA	SÉRIE REAL	SÉRIE SIMULADA
$\bar{R}$	-14,59	-23,50	-28,01	-27,64
$\hat{R}$	-15,61	-18,68	-27,56	-26,67
A	0,11	-0,32	-0,03	-0,08
CV	-0,66	-0,64	-0,51	-0,43
σ	9,63	14,96	14,28	11,91
EPM	1,22	2,14	1,81	1,70
VMIN	-42,86	-76,00	-76,19	-76,92
VMAX	0,00	-5,26	-10,53	-10,81
CCC	92,00	76,00	85,70	90,00

Para as projeções verticais, os valores projetados sobre as séries históricas e simuladas se comportaram de maneira bem similar. Isto indica que as amplitudes de variação das cotações, nas mesmas colunas, até os pontos de rompimento das formações, se assemelharam, como podemos observar na tabela 4.

Comparando-se os valores obtidos pela utilização de ambas as técnicas sobre as mesmas séries, chegamos à conclusão semelhante

à do item anterior: as séries simuladas são neutras perante as técnicas alternativas de projeção, enquanto que o mesmo não ocorre para as séries históricas. Apenas um ponto merece destaque: o desenvolvimento do mercado, como é registrado nos gráficos, se apresenta mais abrupto nos movimentos de baixa do que nos movimentos de alta.

Faremos em seguida algumas considerações acerca da variável-tempo de confirmação das projeções. Os parâmetros da tabela 5 são os mesmos calculados para a tendência de alta.

Embora pudesse ser esperado um maior tempo mediano para confirmação das projeções horizontais das séries simuladas, devido ao maior nível das projeções efetuadas, verifica-se que a diferença entre os tempos de confirmação da série histórica e os da série simulada é mais que proporcional às diferenças entre os níveis das projeções.

TABELA 5 — Parâmetros das Distribuições dos Tempos de Confirmação das Projeções Tradicionais de Baixa

PARÂMETROS	PROJEÇÃO HORIZONTAL		PROJEÇÃO VERTICAL	
	SÉRIE REAL	SÉRIE SIMULADA	SÉRIE REAL	SÉRIE SIMULADA
$\bar{\bar{T}}$	40,00	320,00	90,00	350,00
CV	2,02	1,63	1,50	1,43
TMIN	0,00	10,00	0,00	15,00
TMAX	2.814,00	6.935,00	2.920,00	6.205,00
TQ_1	9,41	70,00	35,00	96,67
TQ_3	140,00	*	*	*

* O valor desta separatriz foi superior ao limite de 400 dias.

Para as projeções verticais, os tempos separatrizes de confirmação em ambas as séries foram também muito distintos, como pode ser observado na tabela 5. Era de se esperar, entretanto, que tal não ocorresse, visto que os níveis projetados sobre os dois conjuntos

de séries foram praticamente os mesmos. Desta forma, tanto com respeito às projeções verticais quanto com respeito às horizontais, também para as projeções de baixa fica evidente um afastamento do mercado em relação ao modelo **Random-Walk**.

Pela comparação dos valores obtidos quando utilizamos as duas técnicas de projeção sobre uma mesma série, verifica-se que as séries simuladas apresentam uma certa neutralidade do ponto de vista dos valores projetados. O mesmo já não ocorre para as séries históricas, onde os tempos de confirmação dos níveis projetados verticalmente foram superiores, o que pode ser atribuído aos maiores níveis projetados desta forma. Isto vem reforçar as conclusões anteriores quanto ao comportamento específico do mercado.

Embora pelo mesmo motivo exposto por ocasião do estudo das projeções de alta, estes valores não sejam conclusivos, é interessante registrar os coeficiente de correlação entre os níveis projetados e os tempos necessários para sua confirmação. Nas séries históricas, o valor encontrado para as projeções horizontais foi de −0,33, enquanto que para as verticais este coeficiente foi de −0,35. Nas séries simuladas, os mesmos coeficientes apresentaram os valores de −0,56 e −0,34, respectivamente.

TABELA 6 — Coeficientes de Correlação entre os Valores Projetados e os Valores em Final do Período, para Fundo-duplo

MÊS	PROJEÇÃO HORIZONTAL		PROJEÇÃO VERTICAL	
	SÉRIE REAL	SÉRIE SIMULADA	SÉRIE REAL	SÉRIE SIMULADA
1	0,16	0,03	-0,16	-0,09
2	0,25	0,12	-0,17	-0,27
3	0,19	0,09	-0,10	-0,25
4	0,11	0,15	-0,08	-0,23
5	-0,06	0,21	-0,10	-0,27
6	-0,18	0,18	0,01	-0,36

Quanto à utilização das projeções tradicionais de baixa como instrumento de previsão, as conclusões são as mesmas. Os coeficientes

de correlação entre as oscilações projetadas horizontal e verticalmente foram de −0,30 para as séries históricas e 0,10 para as séries simuladas, o que mantém as conclusões anteriores relativas à inconsistência entre as duas técnicas de projeção. Quando se tem em mente um instante futuro determinado, não se encontra correlação apreciável entre os valores projetados, tanto horizontal quanto verticalmente, e os observados no final desses períodos. Isto pode ser visto na tabela 6, comparando-se os valores obtidos para as séries históricas e simuladas. A existência de alguns valores negativos indica que, se esses coeficientes fossem significativamente diferentes de zero, a uma projeção de baixa moderada corresponderia um movimento real de baixa pronunciada, e vice-versa. Desta forma, quando fixamos um horizonte temporal específico, a utilização indiscriminada dessas técnicas de projeção, também neste caso, não tem significado como instrumento de previsão.

6. ESTUDO DAS OSCILAÇÕES APÓS O ROMPIMENTO DE UMA FORMAÇÃO PRINCIPAL

Neste item abandonamos as projeções tradicionais para procurar caracterizar as oscilações após o rompimento de formações principais por distribuições de probabilidades. Definidas estas distribuições, decorrem imediatamente previsões por ponto ou intervalo para as variações de preços, de modo que não nos preocuparemos diretamente com a formulação explícita de tais previsões. As oscilações, como já foi discutido, são registradas no final de períodos de 1 a 6 meses a partir do dia de cada rompimento. Foi nossa intenção verificar se as distribuições associadas às oscilações no final desses períodos dependem do tipo de formação rompida, a saber, topo ou fundo-duplo. Veremos que, em função deste fator, o mercado se comporta de maneira bem distinta, enquanto que o mesmo não ocorre para as séries simuladas.

Inicialmente, estudaremos a evolução do mercado independentemente para cada tendência. Para isso, calculamos algumas estatísticas referentes às distribuições. A notação adotada na apresentação desses valores em tabelas é a mesma do item anterior. Finalmente, comparamos o comportamento do mercado em tendências de alta e de baixa.

6.1. Comportamento após uma Formação de Alta

As Tabelas de 7 a 12 apresentam os parâmetros das distribuições correspondentes, para as formações de alta, nos períodos de 1 a 6 meses, respectivamente. Um exame comparativo dessas tabelas para

os diversos períodos evidencia o comportamento característico do mercado. Tal comportamento pode ser observado, principalmente, pela evolução das oscilações médias observadas em cada período.

TABELA 7 — Parâmetros das Distribuições das Oscilações Percentuais Associadas à Formação de Topo-duplo, no Final do Mês 1

SÉRIES	PARÂMETROS							
	$\bar{R}$	$\hat{R}$	CV	σ	EPM	VMIN	VMAX	CCC
Reais	10,43	5,45	1,85	19,30	2,36	-33,33	60,87	60,30
Simuladas	-2,34	2,38	-5,05	11,80	1,62	-23,08	25,00	70,40

TABELA 8 — Parâmetros das Distribuições das Oscilações Percentuais Associadas à Formação de Topo-duplo, no Final do Mês 3

SÉRIES	PARÂMETROS							
	$\bar{R}$	$\hat{R}$	CV	σ	EPM	VMIN	VMAX	CCC
Reais	21,93	25,08*	1,32	28,96	3,54	-34,78	82,61	36,70
Simuladas	-5,50	-14,82	-2,83	15,56	2,14	-38,24	31,58	55,60

TABELA 9 — Parâmetros das Distribuições das Oscilações Percentuais Associadas à Formação de Topo-duplo, no Final do Mês 2

SÉRIES	PARÂMETROS							
	$\bar{R}$	$\hat{R}$	CV	σ	EPM	VMIN	VMAX	CCC
Reais	36,00	20,40*	1,24	44,76	5,47	-42,31	184,62	25,00
Simuladas	-7,06	-25,00	-2,40	16,98	2,33	-42,65	36,00	39,00

* Distribuição Bimodal, o valor corresponde à primeira classe modal.

* Distribuição Bimodal, o valor corresponde à primeira classe modal.

TABELA 10 — Parâmetros das Distribuições das Oscilações Percentuais Associadas à Formação de Topo-duplo, no Final do Mês 4

SÉRIES	PARÂMETROS							
	$\bar{R}$	$\hat{R}$	CV	σ	EPM	VMIN	VMAX	CCC
Reais	49,40	0,66	1,43	70,51	8,61	-44,12	400,00	22,10
Simuladas	-5,23	-4,29	-3,39	17,71	2,43	-36,92	31,58	53,70

TABELA 11 — Parâmetros das Distribuições das Oscilações Percentuais Associadas à Formação de Topo-duplo, no Final do Mês 5

SÉRIES	PARÂMETROS							
	$\bar{R}$	$\hat{R}$	CV	σ	EPM	VMIN	VMAX	CCC
Reais	61,88	10,33	1,28	79,35	9,69	-48,08	342,31	17,70
Simuladas	-4,08	-5,00	5,07	20,69	2,84	-42,65	52,63	51,80

TABELA 12 — Parâmetros das Distribuições das Oscilações Percentuais Associadas à Formação de Topo-duplo, no Final do Mês 6

SÉRIES	PARÂMETROS							
	$\bar{R}$	$\hat{R}$	CV	σ	EPM	VMIN	VMAX	CCC
Reais	86,24	0,53	1,29	111,60	13,63	-64,17	515,38	18,10
Simuladas	-6,08	-37,14	4,20	25,57	3,51	-52,17	57,89	35,50

A evolução das oscilações médias nos diversos períodos pode ser melhor visualizada, para ambos os conjuntos de séries, na figura 8. Enquanto as médias para as séries simuladas apresentaram-se negativas e bem próximas de zero, esses mesmos valores, para as séries históricas, mostraram-se acentuadamente positivos e gradualmente maiores no decorrer do tempo. Cabe observar, que, enquanto as séries simuladas foram geradas com uma oscilação média nula, as séries

históricas apresentaram, no período de 1968 a 1973, uma tendência média de alta, devendo este fato ser considerado no presente confronto. Supondo-se as distribuições das médias suficientemente próximas de normais, podemos levantar os níveis de significância do afastamento dos valores observados das médias relativamente aos previstos. Para as séries simuladas as médias teóricas em cada período são nulas; para as séries históricas tomaram-se esses valores como as variações médias geométricas do IBV, em períodos de 1 a 6 meses, calculadas sobre todo o horizonte temporal estudado. Estes níveis po-

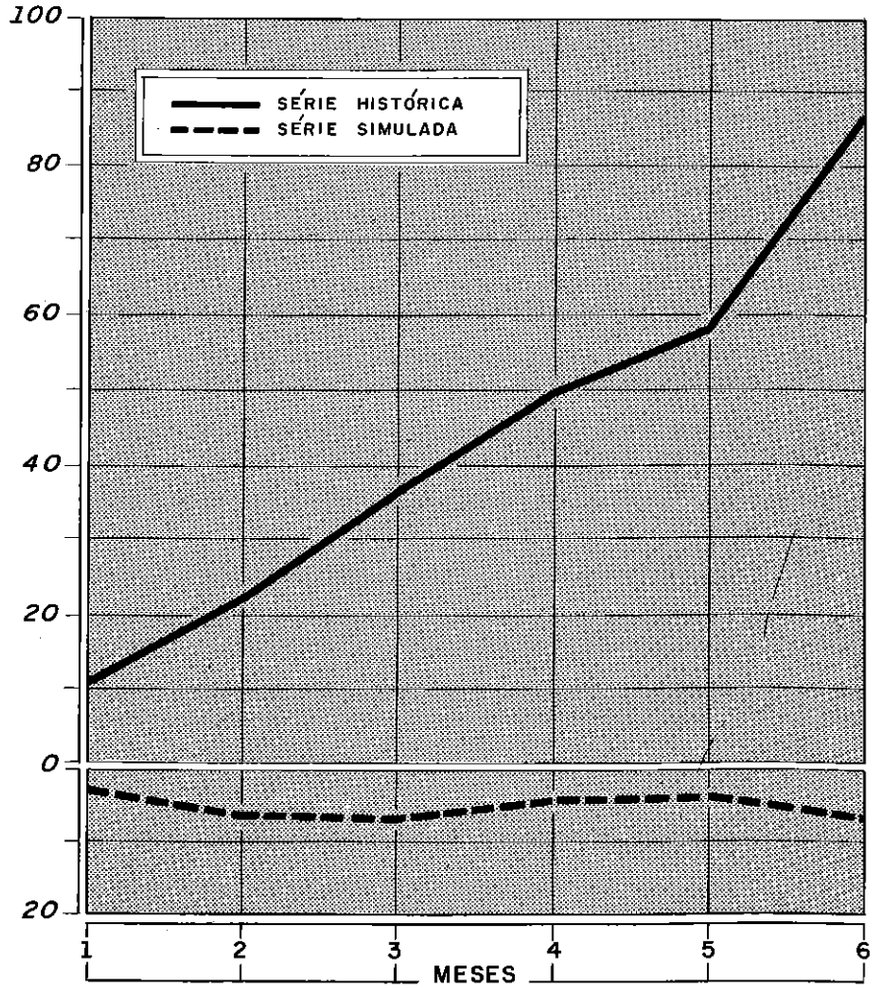


Fig. 8

dem ser encontrados na tabela 13 e, embora não sendo conclusivos devido à dependência existente entre as observações, sugerem que uma formação topo-duplo realmente precede movimentos de alta no mercado. Especialmente para o período de 1 mês, quando o problema de dependência é menos grave, as séries históricas se apresentam consistentemente em alta, ao passo que as séries simuladas registraram movimentos de baixa ainda que não muito significativos.

TABELA 13 — Comparação entre as Oscilações Percentuais Médias após a Formação de Topo-duplo, e as Oscilações Médias do Mercado, em Fins do Período

SÉRIE	MÊS	$\frac{X - \mu}{EPM}$	t	(2t-1) 100
REAL	1	2,63	0,49570	0,860
	2	3,76	0,49865	0,270
	3	4,20	0,49996	0,008
	4	3,79	0,49976	0,048
	5	4,04	0,49996	0,008
	6	4,28	0,49996	0,008
SIMULADA	1	-1,44	0,42510	14,980
	2	-2,57	0,49490	1,020
	3	-3,03	0,49880	0,240
	4	-2,15	0,48420	3,160
	5	-1,43	0,42360	15,280
	6	-1,73	0,45820	8,360

6.2. Comportamento após uma Formação de Baixa

Da mesma forma que no item anterior, as Tabelas de 14 a 19 apresentam as estatísticas para as oscilações após o rompimento de formações de fundo-duplo.

TABELA 14 — Parâmetros das Distribuições das Oscilações Percentuais Associadas à Formação de Fundo-duplo, no Final do Mês 1

SÉRIES	PARÂMETROS							
	$\bar{R}$	$\hat{R}$	CV	σ	EPM	VMIN	VMAX	CCC
Reais	0,24	-6,70	139,13	33,39	4,24	-94,26	140,00	71,40
Simuladas	2,69	3,57	5,61	15,15	2,16	-34,29	55,45	74,00

TABELA 15 — Parâmetros das Distribuições das Oscilações Percentuais Associadas à Formação de Fundo-duplo, no Final do Mês 2

SÉRIES	PARÂMETROS							
	$\bar{R}$	$\hat{R}$	CV	σ	EPM	VMIN	VMAX	CCC
Reais	1,18	-29,08	29,48	34,78	4,42	-88,53	110,00	38,10
Simuladas	1,13	- 6,00	20,05	22,66	3,24	-28,57	72,73	68,00

TABELA 16 — Parâmetros das Distribuições das Oscilações Percentuais Associadas à Formação de Fundo-duplo, no Final do Mês 3

SÉRIES	PARÂMETROS							
	$\bar{R}$	$\hat{R}$	CV	σ	EPM	VMIN	VMAX	CCC
Reais	-5,96	-19,50	- 4,67	27,82	3,53	-89,71	78,38	55,60
Simuladas	-0,47	1,42	-53,57	25,18	3,60	-37,84	72,73	52,00

TABELA 17 — Parâmetros das Distribuições das Oscilações Percentuais Associadas à Formação de Fundo-duplo, no Final do Mês 4

SÉRIES	PARÂMETROS							
	$\bar{R}$	$\hat{R}$	CV	σ	EPM	VMIN	VMAX	CCC
Reais	-7,22	-19,50	- 4,02	28,99	3,68	-90,88	75,00	49,20
Simuladas	5,55	5,83	7,28	25,85	3,69	-33,39	82,35	48,00

TABELA 18 — Parâmetros das Distribuições das Oscilações Percentuais Associadas à Formação de Fundo-duplo, no Final do Mês 5

SÉRIES	PARÂMETROS							
	$\bar{R}$	$\hat{R}$	CV	σ	EPM	VMIN	VMAX	CCC
Reais	-4,93	-20,00*	- 7,38	36,36	4,62	-90,59	109,52	49,30
Simuladas	4,24	- 2,00	6,77	28,74	4,11	-50,00	77,27	44,00

* A distribuição é bimodal, foi considerada como classe modal a segunda.

TABELA 19 — Parâmetros das Distribuições das Oscilações Percentuais Associadas à Formação de Fundo-duplo, no Final do Mês 6

SÉRIES	PARÂMETROS							
	$\bar{R}$	$\hat{R}$	CV	σ	EPM	VMIN	VMAX	CCC
Reais	-7,33	-19,57	- 6,86	50,31	6,39	-91,47	300,00	41,30
Simuladas	6,42	5,00	4,73	30,38	4,34	-57,14	79,23	44,00

Embora menos pronunciada, ainda verifica-se uma diferença de comportamento entre o mercado e as séries simuladas (a figura 9 ilustra a evolução das oscilações médias neste caso). As médias para as séries simuladas mantiveram-se próximas de zero porém positivas, sendo que as mesmas médias para as séries históricas evoluíram negativamente. Esta diferença é acentuada quando levamos em consi-

deração que, em média, o mercado apresentou-se em alta entre 1968 e 1973. Fazendo a mesma comparação entre os valores observados para as médias e os valores previstos, chegamos à tabela 20. Em geral, podemos ver que as médias para as séries simuladas não se afastam significativamente de zero, enquanto que para as séries históricas os afastamentos das médias com relação à variação média do IBV em períodos de mesma extensão são bem pronunciados.

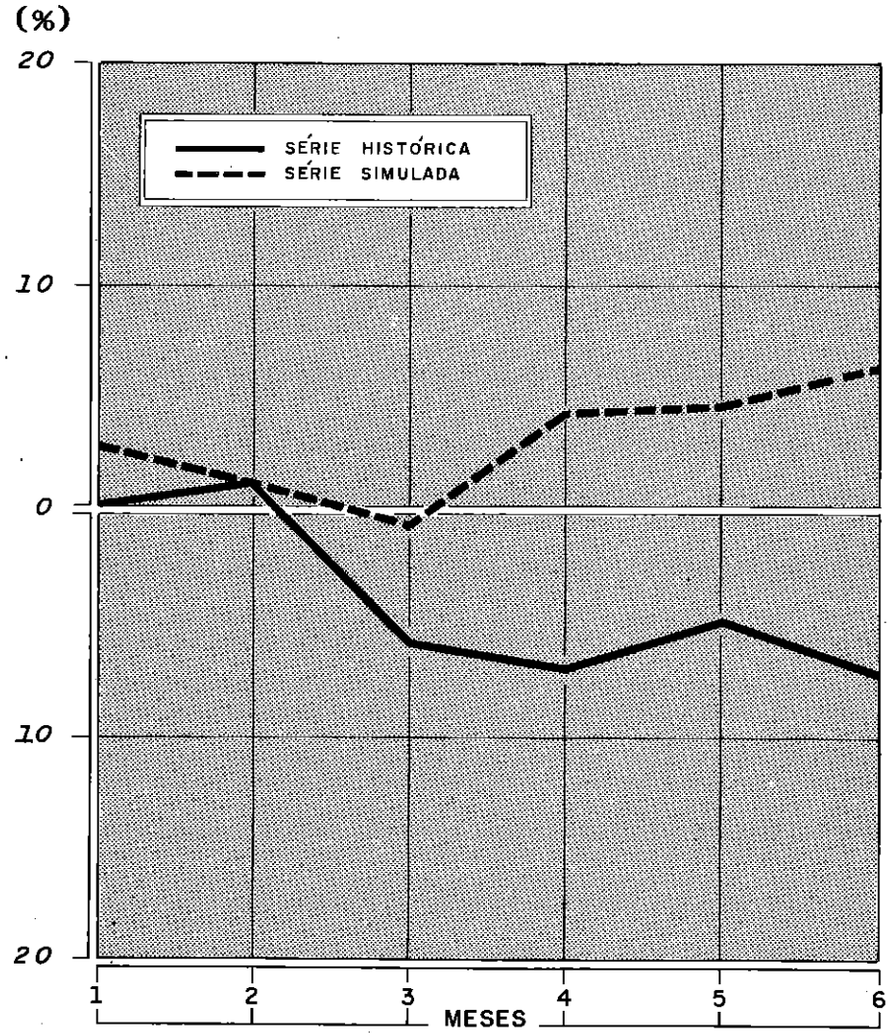


Fig. 9

TABELA 20 — Comparação entre as Oscilações Percentuais Médias após a Formação de Fundo-duplo, e as Oscilações Percentuais Médias, do Mercado, em Fins de Período

SÉRIE	MÊS	$\frac{X - \mu}{EPM}$	t	(2t - 1)100
REAL	1	- 0,93	0,32381	35,238
	2	- 1,67	0,45254	9,492
	3	- 5,37	0,49999	0,002
	4	- 6,50	0,49999	0,002
	5	-23,01	0,49999	0,002
	6	-28,74	0,49999	0,002
SIMULADA	1	1,25	0,39440	21,100
	2	0,35	0,13680	72,600
	3	- 0,19	0,05170	89,700
	4	0,96	0,33150	33,700
	5	1,03	0,34850	30,300
	6	1,48	0,43060	13,900

6.3. Comparação entre o Comportamento após Formações de Alta e de Baixa

Nos itens anteriores, a comparação das médias observadas com as previstas envolveu um certo grau de arbitrariedade na escolha dos valores médios das oscilações para o mercado. Naquela ocasião, tomamos como base de comparação a rentabilidade do mercado expressa pela variação do IBV em todo intervalo temporal analisado. Este critério, embora a nosso ver bastante razoável, pode afetar substancialmente as conclusões então estabelecidas. Em vista disso, procuramos testar a hipótese de que as distribuições das oscilações após o rompimento de formações de alta e de baixa são idênticas para cada período. Isto foi feito através do teste das diferenças entre as médias.

Embora, a rigor, este teste não tenha valor conclusivo pelo fato da dependência existente entre as observações, julgamos interessante comparar os resultados de sua aplicação às séries históricas e simuladas. As Tabelas 21 e 22 apresentam os referidos testes para as séries históricas e simuladas, respectivamente. Podemos observar que as diferenças entre as médias para as séries históricas são pronunciadas quando comparadas com as mesmas diferenças para as séries simuladas. Cabe ainda assinalar que as diferenças observadas para as séries simuladas têm sido favoráveis àquela conclusão; portanto, neste caso as médias associadas aos topos são inferiores às associadas aos fundos. Isto elimina inteiramente a suposição de que o comportamento verificado para as séries históricas se deva à utilização de informação **ex-post** por ocasião da análise dos gráficos.

TABELA 21 — Série Real — Teste da Diferença entre as Oscilações Médias de Topo-duplo e Fundo-duplo

DISCRIMINAÇÃO \ MÊS	1	2	3	4	5	6
$\bar{x}_T$	10,43	21,93	36,00	49,40	61,88	86,24
S_T	19,30	28,96	44,76	70,51	79,35	111,60
$s_T^2/n_T-1=A$	5,56	12,52	29,90	74,20	93,98	185,89
$\bar{x}_F$	0,24	1,18	-5,96	-7,22	-4,93	-7,33
S_F	33,39	34,78	27,82	28,99	36,36	50,31
$s_F^2/n_F-1=B$	17,98	19,51	12,48	13,56	21,32	40,82
$\hat{\sigma}_{\bar{x}_T-\bar{x}_F}=\sqrt{A+B}$	4,85	5,66	6,51	9,37	10,74	15,06
$\bar{x}_T-\bar{x}_F/\hat{\sigma}_{\bar{x}_T-\bar{x}_F}$	2,10	3,67	6,45	6,04	6,22	6,21

Se outro período diferente do compreendido entre 1968 e 1973 tivesse sido analisado, os valores médios ou mesmo as variáveis amostrais possivelmente assumiriam valores bem distintos, o que ocorreria, por exemplo, se o período estudado fosse um período de profunda depressão. Isto poderia eventualmente constituir uma restrição à utilização das distribuições estabelecidas na formulação de previsões de natureza quantitativa. Contudo, ainda que isto pudesse ocorrer, fica patente, ao menos, o poder discriminatório das formações principais na formulação de previsões de natureza quantitativa quanto à evolução do mercado.

TABELA 22 — Série Simulada — Teste da Diferença entre as Oscilações Médias de Topo-duplo e Fundo-duplo

DISCRIMINAÇÃO \ MÊS	1	2	3	4	5	6
$\bar{x}_T$	-2,34	-5,50	-7,06	-5,23	-4,08	-6,08
S_T	11,82	15,56	16,98	17,71	20,69	25,57
$s_T^2/n_T-1=A$	2,64	4,57	5,44	5,92	8,08	12,34
$\bar{x}_F$	2,69	1,13	-0,47	3,55	4,24	6,42
S_F	15,15	22,66	25,18	25,85	28,74	30,38
$s_F^2/n_F-1=B$	4,68	10,48	12,94	13,64	16,86	18,84
$\hat{\sigma}_{\bar{x}_T-\bar{x}_F}=\sqrt{A+B}$	2,71	3,88	4,29	4,42	4,99	5,58
$\bar{x}_T-\bar{x}_F/\hat{\sigma}_{\bar{x}_T-\bar{x}_F}$	-1,86	-1,71	-1,54	-1,99	-1,67	-2,24

7. CONCLUSÕES

Podemos observar uma significativa diferença, no que diz respeito à utilização dos gráficos, entre o comportamento previsto a partir do modelo **Random-Walk** e aquele apresentado pelas séries de preços analisados. Parece-nos, efetivamente, que estes desvios, de grande importância no processo de investimento, não podem ser atribuídos unicamente às circunstâncias em que este experimento foi conduzido.

Entre as conclusões mais relevantes relativas à técnica merecem destaque:

1. A ineficácia das projeções tradicionais como instrumento de previsão das oscilações de preço no final de um período determinado.
2. A possibilidade de utilização das distribuições associadas a cada tipo de formação na formulação de previsões, de ordem quantitativa, para oscilações de preços após o rompimento de uma formação principal.
3. O acentuado poder discriminatório, ao nível qualitativo, das formações principais quanto ao sentido da evolução do mercado, após seu rompimento.

De um ponto de vista estritamente funcional não se pode considerar inadequada, pelo menos no presente estágio de pesquisa, a utilização pelo analista do gráfico **ponto-figura.**

Um maior grau de confiança quanto a essa adequação poderia ser atingido tanto pela obtenção e análise de uma amostra com observações independentes, quanto, em nível superior, pelo relacionamento dos elementos atuantes no mercado com as tendências e padrões gráficos. Os resultados ora alcançados constituem estímulos neste sentido.

Cabe, finalmente, tecer algumas considerações quanto aos mecanismos de **ajustamento de mercado** implícitos no modelo **Random-Walk.** Segundo este modelo, a atuação de indivíduos racionais à procura de oportunidades de realização de lucro reduziria, conseqüentemente, a margem de lucro possível, até que todas as novas informações se agregassem ao preço corrente. Esta argumentação, ao contrário de se opor à efetividade dos gráficos como instrumento de previsão, poderia mesmo constituir uma explicação para seu funcionamento.

Se por algum motivo todos acreditassem que as previsões efetuadas pela técnica fossem válidas, nenhum investidor racional deixaria de tomar posição perante um determinado sinal gráfico, mesmo que este não pudesse ser atribuído à atuação dos **insiders,** assim como ocorre com os sinais encontrados nas séries de cotações simuladas.

Isto levaria a uma conseqüente confirmação dos níveis projetados, pois a um sinal de alta corresponderia um mercado comprador e a uma indicação de baixa um mercado vendedor. Mesmo que todos acreditassem que fosse essa a única razão pela qual os gráficos apresentariam indicações corretas, sabendo que os investidores em geral tomam suas decisões baseados nesses gráficos, a atitude mais racional seria utilizar também os gráficos. Como foi discutido por Keynes (7) com relação ao comportamento do mercado em geral, e por Baumol (8) com relação ao comportamento do mercado perante a proposição de Modigliani e, Miller, no caso, o racional seria também ser irracional.

Sob esta ótica, existiriam duas situações viáveis. A primeira seria a de um mercado no qual se acreditasse que os gráficos **funcionam,** e por decorrência, eles realmente funcionariam. A segunda seria a do mercado no qual se acreditasse em que os gráficos não **funcionam.** Possivelmente, se a figura do **insider** e sua relação com os padrões gráficos não têm fundamento, a técnica não funcionaria efetivamente. Infelizmente, a proposição é extremamente difícil de ser testada. E ainda que válida, independentemente de todas as implicações de ordem macro-econômica, a passagem da primeira situação viável para a segunda, é um problema, concernente à teoria dos jogos, de difícil solução.

BIBLIOGRAFIA

(8) Baumol, William J. — *The stock market and economic efficiency.* New York, Fordham univ. press, 1965.

(1) Cohen, A. W. — *How to use the three-point reversal method of point and figure stock market trading.* Larchmont, N. Y., Chartcraft inc. |s.d.| pg. 74 e 78.

(4) Cootner, Paul H. — *The random character of stock market prices.* Cambridge, Mass., The M.I.T. press, 1969.

(5) Elton, Edwin J. & Gruber, Martin J. ed. — *Security evaluation and portfolio analysis.* Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall inc., 1972.

(2) Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, Rio de Janeiro — *Análise de investimento. Gráfico ponto-figura.* Rio de Janeiro, 1970.

(7) Keynes, John Maynard — *The general theory of employment, interest and money.* New York, Harcourt Brace, 1936.

(3) Levy, Robert — *The relative strength concept of common stock price forecasting.* Larchmont, N. Y., Investors intelligence, 1968.

(6) Owen, J. — Analysis of variance tests for local trends in the standard and poor's index. *Journal of finance,* 23 (3) jun., 1968.

(9) Seligman, Daniel — The mystique of point-and-figure. *Fortune* 65 (3): 113 mar. 1962.

antes dos 10 anos
Embratel
é a 5ª do País

Conjuntura Econômica, volume 28 n.º 7
julho 1974, da Fundação Getúlio Vargas

nosso sucesso com os Órgãos de Direção do Setor
das Telecomunicações e autoridades em geral.
Momento de afirmar o decisivo estímulo
dos nossos clientes e a elevada participação
das empresas fornecedoras.
Oportunidade de dizer do esforço,
dedicação e competência dos nossos funcionários.
Juntos, para a conquista de novas vitórias
no campo das telecomunicações.

EMBRATEL
Empresa do Grupo TELEBRÁS

Alguns aspectos pragmáticos da tomada de decisão com especial referência ao Mercado Bursátil

Tercio Sampaio Ferraz Jr. *
Raymundo Magliano Filho * *

1. Introdução; 2. A pragmática da decisão; 3. Algumas observações exploratórias sobre o processo decisório no mercado bursátil a título de uma teoria provisória da decisão; 4. Conclusão.

1. INTRODUÇÃO

O longo título merece uma rápida introdução. É preciso situar os termos. Este artigo tem intenção meramente exploratória. Não se pretende oferecer uma teoria da decisão, nem muito menos da decisão no mercado de Bolsa. Apresentar aspectos é o máximo que se quer alcançar. Aspectos são entendidos aqui em termos de incursões abertas, idéias que não se fecham, nem querem fazê-lo. Mostra-se, apenas, aqui e ali, um caminho, uma porta, deixando-a aberta. Talvez se trate de aspectos triviais. Não o negamos. Mas sua reunião num conjunto não é arbitrária. Se não há fechamento de teoria, nem por isso deixa de haver orientação na análise. Daí o segundo termo do título: aspectos **pragmáticos**.

A Pragmática é uma disciplina ao mesmo tempo antiga e nova. No passado chamava-se **retórica** e foi cultivada na Grécia, por Aristó-

* Tercio Sampaio Ferraz Júnior é PhD em Filosofia — J. Gutenberg Univesität zu Mainz, Alemanha, 1968; Livre Docente em Direito — USP, 1974.

** Raymundo Magliano Filho é Bacharel em Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas; Diretor Vice-Presidente da "Magliano Corretora de Valores Mobiliários Ltda"

teles; em Roma, por Cícero (entre outros) com a maestria que os meios lhes permitiam. Modernamente, liga-se aos estudos da semiótica. A Semiótica é o estudo dos signos em tríplice referência. Signos são, por exemplo, as palavras de uma língua. Signos têm correlações tríplices: todo signo significa algo, refere-se a algo para o qual aponta. Esta referência é chamada de semântica. Mas o signo também se refere a outro signo, isto é, eles se correlacionam entre si. Esta referência chama-se sintática. Por fim, signos são usados. Trata-se da referência ao intérprete ou usuário do signo. Esta última é a que se chama **pragmática.** Faz-se semântica, num sentido bastante lato, quando se estuda, por exemplo, a relação entre um modelo econômico e a realidade ao qual se aplica. Faz-se sintaxe, também num sentido lato, quando se estuda a relação dos modelos entre si ou dos elementos do modelo, internamente. A pragmática é o aspecto mais negligenciado, sobre o qual poucos estudos foram feitos nos diversos ramos do saber. Sua inexatidão compromete uma possível formalização. Pode-se, de modo geral, dizer que aspectos pragmáticos são aspectos comportamentais; ver os aspectos comportamentais ou pragmáticos é situar os problemas do ângulo da comunicação humana, vista como interação de sujeitos que trocam mensagens entre si, definindo, assim, uma situação. Por isso, a tomada de decisão ou, mais amplamente, a decisão em geral, é examinada neste artigo com vistas ao comportamento daqueles que decidem, subjetivando-se ao máximo a análise.

A referência ao mercado bursátil é intencional. Contudo, não pretendemos tomá-lo como objeto de análise, mas antes e tão somente como referência exemplificativa. Pode-se, entretanto, a partir dos exemplos, vislumbrar indicações para uma análise do comportamento de decisão do aplicador de Bolsa.

Por último, uma referência bibliográfica. O texto evita as citações, procurando uma leitura contínua, já perturbada pela sua abertura. Desejamos, porém, mencionar as principais obras em que nos baseamos. Todo o modelo teórico da pragmática está fundado num livro de um dos autores deste artigo: Tercio Sampaio Ferraz Jr. — **Direito, retórica e comunicação.** Saraiva, São Paulo, 1973. Servimo-nos, além disso, da obra de March & Simon — **Teoria das organizações.** Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 1970; D. J. White — **Teoría de la decisión.** Trad. J. L. Garcia Molina. Alianza Editorial, Madrid, 1972; D. Braybrooke & Charles E. Lindoblom — **Uma estratégia de decisão social.** Trad. A. Rosenburg, Zahar, Rio de Janeiro, 1972; Daniel Katz & Robert Kahn — **Psicologia social das organizações.** Trad. A. Simões. Editora Atlas, São Paulo, 1970; Paul Watzlawick et alii — **Pragmática da comunicação humana.** Trad. A. Cabral, Editora Cultrix, São Paulo, 1973; Adam Smith — **O jogo do dinheiro.** Trad. C. Tozzi. Editora Expressão e Cultura, Rio de Janeiro, 1969; Herbert Simon — **A capacidade de decisão e de liderança.** Editora

Fundo de Cultura, 1965; Herbert Simon — **Pesquisa política — a estrutura da tomada de decisão,** em **Modalidades de análise política.** Zahar, Rio de Janeiro, 1970; Niklas Luhmann — **Wirtschaft als soziales system,** em **Soziologische aufklärung.** Westdeutscher Verlag, Opladen, 1971.

2. A PRAGMÁTICA DA DECISÃO

2.1. Situação Comunicativa como Sistema Interacional

Toda decisão ocorre numa situação comunicativa. Admitimos que todo comportamento, o ato de falar, o discurso, é ação dirigida a outrem. O ato de falar, especialmente, é, porém, ação dirigida a alguém (ouvinte) por alguém (orador), com apelo ao entendimento de quem ouve. Considera-se, assim, discurso ou ato de falar apenas aquele que pode ser entendido, isto é, ensinado e aprendido. O aprender corresponde à possibilidade de o destinatário repetir o ato ensinado. Assim, quando, digamos, alguém ordena: "Aproxime-se", e o ordenado se aproxima, dizemos que o ato de falar realizou-se. A situação de ensinar e aprender, na qual se manifesta a compreensibilidade da ação, denominamos **situação comunicativa.** Situação comunicativa não deve ser confundida com uma relação de partes físicas, isto é, entre seres humanos apenas biologicamente constituídos e sinais fisicamente identificáveis (por exemplo, o dedo que aperta o botão e a luz que acende), mas entre ações e resultados de ações, fazendo com que a situação comunicativa não tenha uma estrutura à parte do seu funcionamento. Melhor explicando, as relações (estrutura) que compõem a situação só são identificáveis enquanto esta funciona. Neste sentido, falar, por exemplo, não é, em princípio, uma seqüência pré-determinada e automática de ações, não se confundindo o seu agir com um mero ritual, ainda que uma ritualização, como possibilidade, não se exclua.

Não sendo uma seqüência pré-estabelecida ritualmente, aquilo que faz com que uma ação ocorra é o comportamento seletivo das partes que se põem em relação de ensinar e aprender, determinando alternativas, escolhendo caminhos, absorvendo incertezas, transformando questões complexas em questões mais simples, etc. Esta seqüência, que constitui a situação comunicativa, revela-se como ação **inter-homines,** sendo apenas de modo secundário uma relação entre agentes humanos e coisas.

Uma situação comunicativa não ocorre, porém, num vácuo, mas se manifesta sempre, por sua vez, num conjunto de articulações complexas que a circundam, tendo assim um limite identificável. Este limite tem um aspecto externo — mundo circundante —, e um aspecto interno — estrutura da situação. O primeiro corresponde à complexidade maior ou à grande complexidade, isto é, ausência de

consenso, conflitos em larga escala, alternativas abertas de ação, etc. O segundo corresponde à complexidade reduzida ou complexidade menor. Assim, a situação em que cinco garotos atiram-se num monte de feno para descobrir vinte bolinhas de vidro e a situação em que o monte é dividido em cinco setores, um para cada garoto, estão em relação de maior e menor complexidade. Não, necessariamente, por uma razão de eficiência, mas pela simples diminuição das possibilidades de ação ou redução de alternativas. Nestes termos, podemos dizer que uma situação comunicativa, em que ocorre a ação, pode ser vista como constituindo um sistema. Neste, por exemplo, a ação do que fala (orador) quer ou pode provocar uma resposta no que ouve (ouvinte), influenciando-o, tornando-o passivo, reativo, etc. Este comportamento de quem fala chamamos de **mensagem** ou **comunicação.** Uma série de mensagens trocadas entre um orador e um ouvinte, denominamos **interação.** Neste sentido, dizemos que uma situação comunicativa constitui um sistema interacional.

Do que dissemos, podemos perceber que todo ato comunicativo deve ser visto dentro de uma situação, concebida como sistema interacional, a qual compreende a situação em que alguém informa e alguém é destinatário da informação. Esta situação pode ser racional ou irracional. Admitimos que uma situação comunicativa é racional na medida em que a relação entre as partes é ordenada de acordo com uma regra básica: a regra do dever de prova ou do ônus da prova, segundo a qual quem tem o dever de falar, tem também o dever de provar aquilo que diz, sempre que solicitado. Toda vez que isto ocorre, isto é, toda vez que a parte que comunica tem condições para fundamentar o que comunica, dizemos que sua ação é **sustentável.** Assim, numa situação comunicativa racional, o emissor é aquele que tem o ônus da prova. O receptor é aquele de quem se espera uma reação (positiva, negativa, ativa, passiva, contestatória, indiferente, etc.). Por fim, constitui elemento da situação o **objeto** da comunicação, isto é, aquilo que é comunicado e que não deve ser confundido com o conteúdo da comunicação, aquilo sobre o que se comunica.

Assumimos que o ato comunicativo é um ato racional no sentido de ato fundamentante ou ato que presta contas do seu agir. Aqui é preciso distinguir dois casos diferentes. Ocorre às vezes que, numa situação comunicativa racional, alguém se dirige a outrem para produzir neste um sentimento de **convicção,** no sentido de conquistar sua adesão a uma asserção verdadeira. É o caso, por exemplo, do cientista que, realizando uma pesquisa, demonstra uma hipótese que soluciona determinado problema. A convicção que ele quer produzir nos seus colegas é um sentimento que se funda na verdade e o consenso, eventualmente obtido, é por ela condicionado. A relação interacional entre o que propõe a solução e o que é seu destinatário é de natureza cooperacional, caso em que entre as partes há **homologia:** ambas possuem qualidades não só para dialogar uma com a outra, mas também para **verificar** interpessoalmente o que é afirmado.

Ocorre, entretanto, outro caso de relação interacional em que as partes não são homólogas, mas **heterólogas.** A heterologia significa não que as partes se recusem ao diálogo, mas sim que dialoguem partidariamente, não se falando aqui de condições equivalentes de verificação intersubjetiva. Neste caso, dizemos que alguém se dirige a outrem não para convencer, mas para **persuadir.** Ao contrário da convicção, a persuasão é sentimento de natureza prática, que ocorre ao nível da ação e que não necessita da verdade para obter adesão. O objeto desta relação interacional não se confunde, pois, com problemas científicos, mas deve ser visto como **questão conflitiva.** Não se entenda o termo **conflito** no sentido usual, pois na língua cotidiana, conflitos pressupõem discussões violentas, onde a forte oposição entre as opiniões divergentes e inconciliáveis gera a recusa de dialogar e de apresentar razões para aquilo que se comunica. Entendemos, ao contrário, como conflito, em primeiro lugar, apenas um conjunto de possibilidades estruturadas em alternativas de natureza **incompatível.** Incompatibilidade distingue-se de contraditoriedade. Alternativas contraditórias pressupõem o princípio lógico do terceiro excluído (sendo B e C diferentes, A não pode ser igual a ambos, ao mesmo tempo). Alternativas contraditórias são mutuamente excludentes. Uma asserção contraditória não tem sentido. Nas alternativas incompatíveis, todavia, as possibilidades não se excluem mutuamente, pois, à diferença das contraditórias, elas não indicam, fora de qualquer situação, que a adoção de uma alternativa seja o oposto da outra. Assim, por exemplo, num sistema de regras de conduta, uma regra que recomende cautela nos negócios e outra que peça a coragem de assumir riscos aparecem como incompatíveis (mas não contraditórias) se alguém, num caso concreto, tem que optar por elas. A incompatibilidade só surge, então, no plano da ação (sistemas de ação), dentro de uma situação interacional: ela resulta de duas proposições analíticas (agir com cautela e assumir riscos) e uma proposição empírica (a que descreve a situação) que estabelece a concorrência entre as primeiras. Isto é, a provável oposição entre as duas proposições tem caráter analítico, enquanto sua incompatibilidade é um problema empírico.

Conflitos são, portanto, alternativas incompatíveis, mas que, além disso, pedem uma **decisão.** Questão conflitiva e decisão são termos correlatos. A decisão, neste sentido, pode ser vista como ação comunicativa que traz consigo graves sanções: decidir não quer dizer fazer desaparecer conflitos, mas resolver conflitos.

Embora não se possa negar, sobretudo pela literatura norte-americana sobre administração pública, que uma decisão procura alcançar, através de um arranjo de meios e compensações, um máximo de cooperação concreta e consenso entre os atingidos, parece-nos que tanto no caso da administração pública como no da privada, é preciso por em relevo que consenso e cooperação não constituem nem a finalidade, nem a condição primária da decisão. Decidir, neste sentido,

não é primordialmente estabelecer uma repartição equitativa entre as chances melhores, reveladas pela justificação das alternativas em conflito numa situação dada, uma vez que isso pressuporia sempre, para a decisão, um critério exterior à própria situação, que teria de definir, idealmente, o que se entende por repartição equitativa. Esta é a concepção idealista da decisão, presente na **teoria da otimização,** caso em que opiniões e contra-opiniões deixam indiferençados os momentos de concorrência e cooperação, na condição de um critério que ordene as opiniões. Nesta situação, todos os dados relevantes seriam anteriormente conhecidos e todas as alternativas poderiam ser enumeradas e avaliadas de antemão, não restando senão um ato de escolha. Se isto é possível em situações simples, percebemos, nas complexas, onde as avaliações não são tão nítidas, que um ato decisório não se confunde mais com um simples ato de escolha.

A nosso ver, a finalidade imediata da decisão está na **absorção de insegurança** (Simon/March), no sentido de que a partir de alternativas incompatíveis, enquanto premissas relativamente inseguras, novas premissas são obtidas, sem a necessidade de retorno às incompatibilidades primárias. Absorção de insegurança entretanto não significa, necessariamente, obtenção de consenso. A decisão não visa à diminuição ou à eliminação de incompatibilidades, no sentido de que certas alternativas em conflito seriam reduzidas a asserções não-significativas pois isto tornaria a incompatibilidade ainda mais aguda. Em termos de teoria da informação, a absorção de insegurança não deve ser confundida com um processo automático de eliminação de informações, como temos em **decisões** computarizadas. Tanto a decisão quanto o trabalho do computador são processos seletivos, mas que não se cobrem necessariamente. Na decisão, o processo seletivo visa transformar incompatibilidades indecidíveis em alternativas decidíveis que, por sua vez, noutro plano, podem gerar novas alternativas indecidíveis, com a exigência de novas decisões, etc. Isto liberta o conceito de decisão do conceito de harmonia e consenso. Uma decisão pressupõe sempre uma incerteza sobre a qual se situará a decisão e uma única certeza, a de que uma decisão será tomada. Ou seja, o conflito é condição de possibilidade da decisão na medida mesma em que a exige. A partir disso, ele não é eliminado, mas transformado.

2.2. Situação Comunicativa e Ato Decisório

Como pode ser observado, estamos tomando o termo **decisão** num sentido bastante amplo, diferente daquele que está hoje divulgado e difundido em quase todas as Ciências Sociais e que foi desenvolvido pela Economia e Estatística no contexto da chamada **teoria matemática da decisão.** Esta, como é sabido, se atém a um conceito de processo decisório que não se importa com o comportamento daqueles que decidem.

Do que dissemos anteriormente, é possível perceber-se que o ato decisório é visto por nós dentro de uma situação comunicativa, de natureza peculiar, em que o comportamento das partes em interação gera incompatibilidades que chamamos de **conflito,** as quais não podem ser solucionadas por meros atos de escolha, caso em que as alternativas, que aparecessem na situação, confinariam um sistema simples, em que todas as possibilidades poderiam ser enumeradas e avaliadas de acordo com critérios definidos. Ao contrário, a decisão propriamente dita é um tipo de solução que as partes buscam toda vez que as alternativas não se submetem a tais critérios, obrigando o pensamento a enfrentar complexidades incertas e indeterminadas, onde a racionalidade simétrica entre problemas e soluções de problemas não é a regra.

Desejamos, agora, considerar a estrutura do ato decisório dentro da situação comunicativa em que ele ocorre.

Dissemos que a exigência de decisão surge sempre que as partes comunicadoras, na situação comunicativa, são heterólogas. A heterologia manifesta-se de vários modos: pela diversidade dos interesses, que podem ser os mesmos ou complementares, mas vistos de ângulos diversos; pela diversidade das condições de avaliação; pelo seu modo diverso de falar, etc., ocorrendo, então, entre as partes, um diálogo ao nível opinativo, sendo partidárias as suas ações e reações. O objeto comunicado é, assim, determinado como algo dúbio, aquele para o qual não há parâmetros certos (o que aliás desqualificaria o objeto como algo dúbio), nem ao menos parâmetros prováveis (o que daria a chance de se eliminar a dubiedade por um ato de escolha). São justamente estas características que qualificam o objeto comunicado como um conflito ou questão aqui conflitiva, aquela que só pode ser solucionada por decisão. Assumindo-se que a relação interacional ocorre entre partes heterólogas, poderíamos também dizer que o conflito é uma espécie de interrupção que nos motiva a retomá-la, reconstruindo-se a comunicação. Nesta medida, mais uma vez se reafirma, a decisão é o ato que está na dependência direta das partes comunicadoras e do tipo de conflito que entre elas ocorre.

3. ALGUMAS OBSERVAÇÕES EXPLORATÓRIAS SOBRE O PROCESSO DECISÓRIO NO MERCADO BURSÁTIL A TÍTULO DE UMA TEORIA PROVISÓRIA DA DECISÃO

3.1. O Mercado Bursátil como Sistema Interacional

Não vamos desenvolver nenhuma teoria do mercado bursátil, nem tentar qualquer definição a seu respeito. Nosso intento é mais limitado. Observamos, pelo dito anteriormente, que uma análise pragmática da decisão obriga-nos a vê-la dentro de um sistema interacional que chamamos de situação comunicativa. Vamos, pois,

elementarmente e na medida das nossas necessidades, fixar alguns comportamentos deste mercado.

De modo geral, pode-se dizer que toda decisão é, até certo ponto, uma questão de acomodação. A solução eleita no ato decisório jamais permite a realização completa ou perfeita dos objetivos visados pelas partes, sendo apenas a melhor solução nas circunstâncias. Neste sentido, a situação comunicativa e o seu mundo circundante limitam, inevitavelmente, as alternativas disponíveis e, assim, as possibilidades de decisão.

Os teóricos costumam ver o mercado bursátil como um jogo infinito de **n** pessoas (A. Smith), ou ainda como um jogo de **soma não nula,** caso em que a soma dos ganhos de um jogador não é necessariamente igual à soma dos prejuízos do outro. Caracterizamos, com isso, uma situação interacional, em que dois ou mais comunicadores, heterólogos, estão diante de alternativas incompatíveis, cada uma das quais, se efetivada, implicará num ganho ou num prejuízo para quem opta, dependendo do comportamento dos demais comunicadores, tomados no seu conjunto.

O mercado bursátil, visto como sistema interacional, deve ser delimitado no seu repertório e na sua estrutura. Chamamos de repertório o conjunto de elementos que compõem o sistema. Denominamos estrutura o conjunto das relações, conforme um conjunto de regras, que se estabelecem entre os elementos. Tratando-se de um sistema interacional, o seu repertório é constituído de comportamentos e de sujeitos destes comportamentos. Poderíamos, a título de sujeitos da interação, classificar uma série de entidades como grupos financeiros, investidores individuais, fundos, carteiras personalizadas, clubes de investimento, etc. Chamemos, entretanto, para simplificar, de sujeito da situação bursátil apenas o **aplicador,** entendendo como tal aquele que, diante de outrem, tem como possibilidades limitadas de comportamento vender ações, comprar ações, não vender ações, não comprar ações. A opção do aplicador por um destes comportamentos faz do seu ato um ato decisório. A decisão de um aplicador tem por destinatário outro aplicador ou o conjunto dos aplicadores, com os quais, então, ele interage. Cada decisão, nesta medida, tem um peso no curso da situação, definindo, através da interação entre decididores e destinatários da decisão, o desenvolvimento da ação, podendo surgir daí novas situações que irão tornar a situação mais ou menos complexa, donde a exigência de novas e contínuas decisões.

A situação interacional bursátil deve, neste sentido, ser considerada como não-somativa, na medida em que a situação não é vista como emergente ou derivada das propriedades dos sujeitos que interagem. Assim, quando dizemos, por exemplo, que a decisão de A afeta o comportamento de B, não podemos deixar de considerar a reação de B como um estímulo para o evento seguinte. A relação entre as partes não é, pois, linear e unilateral, mas bilateral e circular. Portanto, a retroalimentação é a qualidade que explica como as partes

se integram. O sistema interacional é aberto ao mundo que o circunda, do qual retira energia para agir e para o qual exporta a energia que produz. Por isso seu padrão de atividade é cíclico. Isto porque o produto exportado (poupança) tende a aumentar a complexidade do mundo circundante, e esta complexidade aumentada volta a ser motivação externa do sistema, (não se devendo confundir aumento de complexidade com aumento de riqueza). Como sistema, o mercado bursátil proporciona recursos financeiros à realização de investimentos, cuja função é promover o entrosamento de necessidades distintas e complementares de aplicadores e empresários. Neste sentido, atua como sistema auxiliar do sistema econômico maior, o qual se constrói em torno da possibilidade de adiar decisões sobre a satisfação de necessidades, garantindo, apesar disso, já no presente, esta satisfação, a fim de aproveitar a disposição de tempo ganha (Luhmann); ou seja, o problema central do sistema econômico é de natureza temporal. A satisfação de necessidades futuras pode, é claro, ser tratada como um problema atual, e isto se faz com a imagem da **escassez.** Mas uma visão sistêmica nos mostra que a escassez não é uma qualidade natural das coisas (idêntica à falta-de, ausência-de), nem uma relação natural entre necessidades e satisfação de necessidades, mas sim um ponto de vista abstrato de comparação que permite ao economista exprimir as necessidades como temporalmente consistentes, equalizando-as através do transporte para o mecanismo do dinheiro. O dinheiro é cronicamente escasso, podendo atuar, por isso, como expressão presente e sempre atual da necessidade abstrata de garantir a satisfação, já no presente, das necessidades futuras. Com isso cria-se a motivação abstrata para a privação de necessidades satisfeitas no presente, no interesse de necessidades futuras, concretamente incomparáveis. Percebe-se, assim, que o sistema econômico não tem como função eliminar, mas aumentar a escassez, que não diminui, mas cresce com o aumento da capacidade produtiva (Luhmann).

Neste contexto, o mercado bursátil atua como uma forma de redução de complexidades infinitas, na medida justamente em que possibilita relações **impessoais,** isto é, neutraliza a relevância de outros papéis dos participantes do sistema econômico, dispensando outras formas de controle do comportamento, trazendo, todavia, para o próprio mercado, incertezas de orientação e insegurança nos comportamentos decisórios. Nestes termos, na situação interacional bursátil, os aplicadores, ao agirem, assumem papéis básicos que queremos denominar de investidor e especulador. Estes papéis correspondem a especificações internas do sistema. Entendemos por investidor o aplicador que compra ou vende, ou deixa de comprar e vender, visando a rendimentos da ação a longo prazo e não jogando nas oscilações; o especulador, ao contrário, joga nas oscilações, visando ao lucro a curto prazo.

Em resumo, o mercado bursátil, subsistema interacional, permite-nos distingüir o seguinte repertório ou conjunto de elementos:

aplicadores, que são os sujeitos da interação comunicativa, e o objeto comunicado, que são os seus comportamentos (vender, comprar, não vender, não comprar). O número de indivíduos capazes de atuar nesta situação é praticamente infinito, sendo, no entanto, limitado o número de comportamentos possíveis. Diante desta complexidade, o mercado desenvolve estrutura própria, conjunto de relações que comporta retroalimentação, padrão cíclico de atividade, e comportamento através de papéis determinados e devidamente neutralizados. Para o nível exploratório da análise que estamos fazendo, basta-nos esta descrição sumária e elementar, uma vez que a complicação do modelo resultaria numa perda de nitidez.

3.2. Qualidades Conjeturais da Decisão, tendo em vista a Situação Interacional Bursátil

A inserção da decisão bursátil numa situação interacional permite-nos levantar algumas qualidades conjeturais do ato decisório. Valemo-nos, para esta parte da análise, do estudo de Watzlawick, Beavin e Jackson (op. cit.).

Dado a situação comunicativa que acabamos de descrever, o comportamento dos participantes é sempre um comportamento decisório, ou seja, não existe para o aplicador a possibilidade de não decidir. Face às alternativas conflitivas — vendo não vendo; compro não compro — o aplicador estará decidindo, ainda que resolva ignorar o conflito. Tal fato decorre da observação de que o comportamento não tem oposto, isto é, não existe um não-comportamento que seja também um comportamento. Daí a impossibilidade de não decidir, já que a decisão de não optar é também uma decisão.

Sendo a decisão um procedimento interacional (quem decide, decide para alguém ou em relação a alguém), podemos, então, afirmar que ela sempre implica um cometimento, isto é, ao decidir, não só se transmite uma informação mas, ao mesmo tempo, impõe-se um comportamento. A informação transmitida corresponde ao **relato** da decisão. O **relato** é aquilo que é comunicado, por exemplo: **compre 150 ações da empresa X,** não devendo ser confundido com o objeto da decisão que é o comportamento **compre**. A transmissão de um **relato** (também chamado de **conteúdo**) é sempre acompanhada de um aspecto **ordem,** que se refere à maneira pela qual o **relato** deve ser compreendido, referindo-se, pois, a uma informação sobre a informação, em que se definem as relações entre as partes. Compara-se, por exemplo, a decisão: **compraremos as ações da empresa X** com a decisão **é preciso comprar as ações da empresa X.** O **relato** de ambas é aproximadamente o mesmo, com mudanças apenas na **ordem.** Numa situação bursátil, portanto, uma decisão envolve não só uma informação, mas releva concomitantemente uma informação sobre a

informação, que interfere no comportamento do destinatário, na medida em que transmite um **relato** e uma **ordem** que classifica o **relato.** Normalmente, numa interação bursátil, as relações raramente são definidas por **ordens** deliberadas e conscientes. Quando isto acontece, entretanto, as relações entre as partes podem tornar-se difíceis, caracterizando-se por uma luta que tende a romper com a neutralidade das relevâncias de outros papéis imposta pelo mercado, surgindo interferências políticas e/ou sociais declaradas.

Uma decisão é, pois, sempre um ato comunicativo. Como ato humano, definiu-se como basicamente **digital,** embora seja também **analógica.** O caráter ao mesmo tempo **digital** e **analógico** da decisão é o responsável por muitas de suas ambigüidades. Uma comunicação **digital** apresenta-se, genericamente, como uma comunicação verbal. Sempre que usamos uma palavra para denominar algo, a relação entre a palavra e a coisa é arbitrária. Palavras são, pois, signos arbitrários, sem nenhuma relação com aquilo que significam. O material da mensagem **digital** é, por isso, complexo, versátil e abstrato, possuindo recursos sintáticos de construção do tipo: **se... então, ou... ou, não,** etc. Já a comunicação **analógica** apresenta uma complexidade menor, não possui recursos sintáticos desta natureza, não tem forma negativa e corresponde, em geral, a toda comunicação não verbal. Assim, por exemplo, as palavras de uma decisão verbal — **resolvemos comprar mais 100 ações** — correspondem ao aspecto **digital** da decisão; se ela é oralmente comunicada, correspondem ao aspecto **analógico** o tom de voz e o acento posto nesta ou naquela palavra que define as relações entre os comunicadores. O problema da ambiguidade surge porque a decisão, usando necessariamente as duas linguagens, tem que traduzir constantemente de uma para a outra. Sempre que isto é feito, podem ocorrer problemas para a compreensão do ato decisório, dado a impossibilidade de traduções perfeitas. Assim, quando um grupo decide comprar determinada ação na baixa para revendê-la na alta, sua decisão **digital** pode ser acompanhada de comunicações **analógicas,** como demonstrações de desinteresse ou interesse por outras ações ou outros tipos de ações. Como, entretanto, a mensagem **analógica** é ambígua em relação à **digital,** podem surgir complicações. Assim, por exemplo, uma empresa decide publicar sua meta de exportação no ano fiscal e o faz **digitalmente,** a fim de promover o interesse por suas ações, ao mesmo tempo em que, **analogicamente,** está querendo dizer: **estamos crescendo, daremos mais dividendos aos acionistas** (esta seria a tradução **digital** do que se está comunicando **analogicamente**). Como a comunicação **analógica** é ambígua, ela pode, então, ser entendida como: **o mercado está saturado, estamos procurando outra alternativa.** É verdade que a comunicação **analógica** só vale dentro de uma situação concreta na qual tem seu significado. Mas sempre que a própria situação é equívoca, os

problemas permanecem. Assim, uma empresa pode enviar aos seus departamentos um plano de contenção de despesas (decisão **digital**), querendo, **analogicamente,** dizer: **estamos cuidando de nossas finanças,** podendo, porém, ser interpretada, na situação ambígua do mercado: **financeiramente não estamos bem, pois estamos contendo despesas.**

O leitor já deve ter percebido, pelos exemplos, que o aspecto **digital** da decisão refere-se mais ao **relato,** isto é, à informação comunicada, enquanto o aspecto **analógico** diz antes respeito à **ordem,** isto é, às instruções para as partes de como deve ser entendido o **relato.** Sabendo-se que a **ordem** é uma comunicação sobre a comunicação, isto é, uma meta-comunicação, podemos concluir que a capacidade de meta-comunicar adequadamente é condição **sine qua non** de uma decisão bem sucedida.

A característica seguinte do ato decisório refere-se a sua natureza interacional. Toda decisão pressupõe um decididor e um endereçado da decisão. O problema consiste em saber quem decide e quem é o destinatário da decisão. Para um observador externo, um processo decisório é composto de uma série de mensagens e respostas a mensagens, em seqüência ininterrupta, sem que se possa, em princípio, distingüir o decididor do destinatário da decisão. Para os participantes da situação comunicativa, entretanto, a situação pode ser claramente definida. Assim, para o observador externo, a decisão do investidor A de comprar ações da empresa X corresponde à decisão do investidor B de vendê-las ao investidor A. Ambos decidem. Para os participantes, porém, ocorre aquilo que é chamado de **pontuação da seqüência de eventos** ou definição de posições. A pontuação organiza os eventos comportamentais e é básica para as interações na situação. Na verdade, a divergência em como pontuar a seqüência de comportamentos faz do ato decisório um ato estratégico. Neste sentido, quando um investidor decide comprar, pode-se perguntar se, no fundo, sua decisão não corresponde, por assim dizer, a uma resposta à decisão de outro de vender. Estratégias do tipo **vou comprar para causar o aumento do preço, para depois vender em melhores condições** representam lutas em torno da pontuação da seqüência. Concluímos, então, que toda decisão está na dependência da pontuação da seqüência de eventos da qual os comunicadores da situação podem se servir para controlar a seqüência, o que faz do ato decisório um ato estratégico.

A definição de posições, básica para a estratégia da decisão, leva-nos, por fim, a mais uma qualidade interacional do ato decisório. Costuma-se dizer que a decisão de empresários de procurar poupança, emitindo ações, obrigações, etc., e a disposição de investidores de adquiri-las são complementares. Relações complementares são aquelas baseadas na noção de diferença. Por sua vez, **decisões** complementares são as que aumentam a diferença entre as partes, fazendo com que

os respectivos papéis se complementem. Neste caso, podemos distingüir entre relações de coordenação, hipótese em que uma parte assume claramente a posição de decididor, sem impor à outra a posição de destinatário, mas comportando-se de tal modo que a outra se encaixa no seu comportamento. Por exemplo, uma grande empresa assume a posição de compradora de suas próprias ações, através de sua **holding** — decide comprar —, provocando uma reação complementar de coordenação, fazendo com que investidores menores **resolvam** vender: os comportamentos são dessemelhantes, mas ajustados, provocando-se mutuamente. Outras hipóteses há, porém, em que a relação complementar é de subordinação. Isto ocorre quando o decididor ocupa, em relação ao destinatário, uma posição hierárquica superior, estabelecida pelo contexto social ou institucional. Por exemplo, uma decisão do Banco Central de intervir na Bolsa, ou o caso em que uma determinada empresa é a única compradora possível de suas próprias ações, através de uma **holding,** o que lhe garante a posição hierarquicamente superior. Além das relações complementares, mencionamos também as de reciprocidade, no sentido de que, na situação, ambos os comunicadores emitem e recebem decisões, trocando continuamente de posição. A interação é, então, baseada na noção de igualdade. Nesta hipótese concentram-se as decisões consensuais, em que a ação de um tende a refletir o comportamento do outro. Por exemplo, um aplicador decide vender e outro comprar a mesma ação pelo mesmo preço.

As qualidades conjeturais do ato decisório nos fazem ver, pois, em que sentido o comportamento interacional de decididores e destinatários da decisão constitui dado fundamental para entendermos seu processo. Além disso, estas qualidades nos permitem compreender também a colocação das alternativas e seu relacionamento com a própria decisão.

3.3. Relação entre Tipos de Conflito, de Decisão e de Estratégia

Para um aplicador qualquer, a reação esperada do destinatário de sua mensagem determina o tipo de conflito. Aproveitando-nos de uma tipologia de **Simon e March, op. cit.,** e modificada para o nosso ponto de vista, distinguimos:

a) o destinatário recusar-se-ia a aceitar a alternativa A do aplicador, e, embora fosse capaz de reconhecer-lhe as vantagens, não lhe parecia suficientemente boa para atingir um padrão considerado sastisfatório; como a alternativa B, por hipótese, não pode ser proposta pelo aplicador, pois, por motivo análogo, ele não poderia aceitá-la, a situação comunicativa gera um conflito de **inaceitabilidade.** Esta hipótese ocorre sempre que a incompatibilidade resulta da recusa de uma, de outra, ou de ambas as partes em aceitar alter-

nativas viáveis. Este caso pode ser exemplificado com uma situação de mercado especulativo, na qual as ações variam de preço rapidamente, podendo o comportamento dos agentes apresentar as seguintes características: a alternativa X de um investidor (comprar) e a alternativa Y de um especulador (vender) geram inaceitabilidade; daí a busca de redução da incompatibilidade, capaz de motivar a decisão do investidor de nem comprar nem vender, ou de procurar uma alternativa Z, que rompa o dilema.

b) mais comum, contudo, é a situação em que o aplicador percebe e conhece as conseqüências da alternativa A que ele gostaria de propor, mas há também a alternativa B, cujas conseqüências são igualmente perceptíveis. Neste caso, pode ocorrer, na relação aplicador-destinatário, um conflito de incomparabilidade, hipótese em que as alternativas são por ambos aceitáveis, mas nenhum deles é capaz de identificar qual delas lhe é mais favorável. Assim, numa situação de mercado estável, a alternativa do investidor X (vender mas não comprar) e a alternativa do investidor Y (comprar mas não vender) podem pedir decisão, na medida em que ambos não identificam o que lhes é mais favorável. Esta situação pode gerar um processo persuasório, com a finalidade de demonstrar a decisão mais razoável.

c) ocorre ainda o caso em que os aplicadores, decididores e destinatários da decisão, não percebem sequer as conseqüências das alternativas propostas, não podendo igualmente avaliar-lhes as vantagens; trata-se, então, de um conflito de incerteza. Numa situação de mercado em alta ou em baixa, a alternativa do investidor A (vendo agora) e a alternativa do investidor B (compro agora), dado a baixa informação, gera incerteza, donde a busca de uma redução, por exemplo, a decisão de esperar, ou o pedido de uma clarificação.

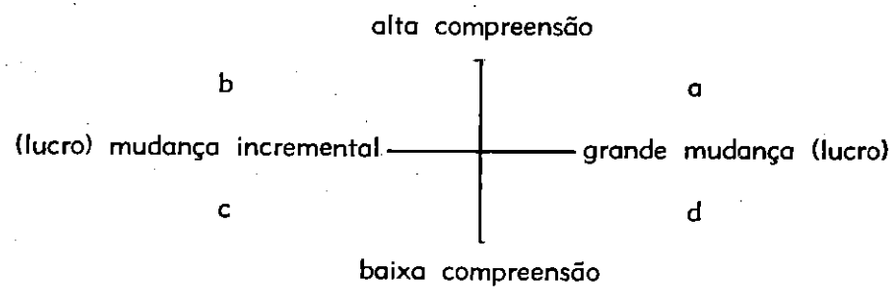
A partir dos conflitos ora configurados (as três hipóteses podem ser combinadas, produzindo tipos mistos), podemos ressaltar, agora, alguns elementos que vão nos permitir a distinção entre tipos de decisão. Na tipologia conflitual, há dois fatores que a organizam. Um se refere ao **conhecimento** ou **percepção** das conseqüências da alternativa; podemos falar também no grau de informação que as partes comunicantes têm das alternativas, no sentido de perceber-lhe as conseqüências e avaliar-lhes as vantagens; o outro se refere ao critério de julgamento, ao **padrão considerado satisfatório** que podemos chamar de **objetivo do investidor** ou **lucro.** Chamemos estes dois fatores de **compreensão** e **lucro visado.** A compreensão corresponde à informação que as partes têm sobre as características do conflito diante do qual se encontram. O lucro visado significa a alteração na situação, projetada pelas partes.

De acordo com Braybrooke e Lindblom (op. cit.), admitamos que as decisões, em termos do seu projeto, possam visar a uma grande

ou a uma pequena mudança (lucro). Em termos de lógica formal, **grande** e **pequeno** são palavras (predicadores) contrárias, ou melhor, são contrários polares, pois indicam polos opostos entre os quais há uma espécie de linha contínua que os une, de tal modo que todo pequeno o é em relação a um grande e vice-versa. Admitamos, de acordo com os mesmos autores, que **pequena** é uma mudança que se pretende em uma variável relativamente sem importância da situação ou uma mudança relativamente sem importância numa variável importante. Esta mudança é também chamada de **incremental.** As **grandes** mudanças ou mudanças **não-incrementais** dão-se ao contrário. Na verdade, a diferença entre ambas é apenas de grau e não se deve olvidar, ao distingui-las, o fator tempo (uma mudança **incremental,** a longo prazo, pode ser vista como **não-incremental).** Nas mudanças **incrementais** distingüimos ainda entre as **repetitivas,** as que se repetem freqüentemente, e as **não-repetitivas,** as que constituem um pequeno passo numa seqüência descontínua.

Com a linha contínua das **pequenas** e das **grandes** mudanças (lucro), fazemos cruzar outra linha gradativa, referente a dois outros polos da decisão: com **alta** e com **baixa** compreensão. De um lado, falamos em informação falha, possibilidade imprecisa ou confusa de avaliar as conseqüências das alternativas. De outro, temos boa informação de todas as conseqüências ligadas às alternativas em jogo, bem como das suas vantagens.

Combinando os dois contínuos, podemos agora distingüir os seguintes tipos de decisão: (o quadro é adaptado de Braybrooke e Lindblom, op. cit.).



A letra (a) corresponde a decisões que visam a um grande lucro e são guiadas por alta compreensão; a letra (b), decisões, que visam a efetuar um lucro **incremental,** guiadas por alta compreensão; a letra (c), decisões, que visam a efetuar um lucro **incremental,** guiadas por baixa compreensão; a letra (d), decisões, que visam a efetuar um grande lucro, guiadas por baixa compreensão.

Destes quatro tipos, o quadrante (a) tem pouco interesse para o mercado bursátil. Não se pode falar, neste caso, em decisão pro-

priamente dita, mas em escolha. A situação de grande lucro conjugada com alta compreensão configura, na verdade, situações utópicas, em que os aplicadores estariam buscando uma **solução ótima,** num campo de possibilidades minuciosamente especificado e nitidamente definido. Isto exigiria que os agentes, ao **escolherem,** tivessem já **todas** as alternativas possíveis, que constituiriam para eles um **dado,** que eles não precisariam indagar como fora obtido. Cada alternativa seria, então, associada a um conjunto de conseqüências (escolhas possíveis) que deveriam ocorrer, caso fossem assumidas. Pressupõe-se, aqui, um modelo. Chamemo-lo **socrático,** de racionalidade, segundo o qual há um critério para se dizer como convém que as pessoas ajam, podendo ter sido outra a sua ação, no caso de falta de informações, se os agentes tivessem sabido. Esta concepção da **decisão** racional, sobretudo no mercado bursátil, é utópica, pois tendo em vista o fator **grande lucro** somos obrigados a neutralizar ao extremo a atuação dos agentes, procurando visualizar as suas ações em função dos quadros de referência de um terceiro observador que estabelece a racionalidade delas de um ângulo privilegiado. Se isto fosse possível, uma solução ótima não seria propriamente decisão, pois não haveria conflito, podendo-se mesmo duvidar se haveria até escolha, pois estaria prevista a existência de padrões que permitiriam a comparação de **todas** as possibilidades para **todos** os agentes e a existência de **uma** possibilidade que, conforme os padrões, seria a preferível.

O quadrante (b) trabalha, como o anterior, com alta compreensão. Mas, nesse caso, a **decisão,** ou melhor, a escolha é possível, pois a situação de pequeno lucro, com caráter além do mais repetitivo, se coaduna com a neutralização dos papéis. No mercado de capitais podemos vislumbrar, como exemplo, o caso em que os agentes são aplicadores em renda fixa, que jogam com alta informação e visam a pequenos lucros. Trata-se de situações em que o comportamento das partes é, num alto nível, previsível e controlável, mesmo com alta neutralização dos papéis. Suas decisões podem, por isso, ser programáveis (Simon), no sentido de serem repetitivas e rotineiras, criando-se condições para a elaboração de um processo definido para a sua abordagem, de modo que não tenham de ser repensadas, toda vez que ocorram. Trata-se, pois, de decisões em que a relação entre decididor e destinatário é estabilizada e limitada na sua reflexividade, isto é, na possibilidade (controlada) de **meta-decisões;** o decididor controla as **ordens** e os **relatos.** Sendo, então, decisões de baixa reflexividade (possibilidade regressiva de meta-comunicações), dado a alta compreensão e o pequeno lucro, é possível limitar as alternativas, excluindo-se de decisão a questão de como decidir, a discussão em torno do **modo** de decidir, o qual pode, assim, ser programado, ou seja, submetido a procedimentos padronizados de operação. Dadas as expectativas comuns e definidos os canais de informação, admite-

se inclusive análise matemática, simulação com computadores e processamento eletrônico de dados.

O último quadrante, o quadrante (d), refere-se, por sua vez, a decisões inusitadas, não estruturadas e de importantes conseqüências. A baixa compreensão que as alimenta, torna praticamente impossível até mesmo seu planejamento estratégico. Classificamos aqui os comportamentos do especulador, em situações de crise, os quais, trabalhando sempre com baixa informação, procuram grandes e rápidos lucros. Suas decisões são, por isso, de alto risco, jogos de tudo ou nada, onde o decididor tem de se servir de formas **intuitivas** de percepção da situação comunicativa. Nestas decisões, todas as alternativas são incertas, nem decididor nem destinatário podem prever os comportamentos, que são classificados, então, de oportunistas. Oportunismo não deve ser confundido, porém, com insensatez, com atitudes do tipo **vale qualquer coisa, o que der e vier,** mas pressupõe uma certa organização — intuitiva — do comportamento, no sentido de se fixar, de um só golpe, as múltiplas mudanças de orientação e de preferência dos endereçados da decisão.

Deixamos de propósito, por último, o quadrante (c), pois, no moderno mercado bursátil, com a difusão dos meios de comunicação, recebemos informações de todos os tipos, lugares e formas, aparecendo o grande problema de como organizá-las e utilizá-las. A solução que parece difícil e onerosa, faz-nos ver, paradoxalmente, que esta enorme e difusa quantidade de informações nos situa, na verdade, na posição de baixa compreensão. As decisões do quadrante (c) são de alta reflexividade, no sentido de que não só a questão a decidir, mas também o modo de decisão está submetido à decisão. Isto é provocado pelo comportamento até certo ponto imprevisível das partes, donde a impossibilidade de tratamento geral e pré-estabelecido, no sentido de decisão programada. Envolvendo-se as partes, aqui, com questões não repetitivas, complexas no sentido de ausência de critérios consensuais, a decisão exige técnicas heurísticas específicas, donde a montagem de verdadeiras estratégias com o fito de, se não controlar e prever, ao menos provocar ou influir no comportamento dos destinatários.

As decisões do terceiro quadrante exigem uma estratégia peculiar. Sendo baixa a compreensão dos comportamentos, é necessário, por um processo que visa a pequenos lucros, realizar um levantamento, se não abrangente, ao menos suficiente das opções possíveis num caso em tela. Trata-se de uma técnica altamente produtiva, que, levando em conta o comportamento das partes da situação, busca estabelecer um quadro progressivo e contínuo de decisões parciais, tendo em vista um objetivo último a ser fixado. Braybrooke e Lindblom denominam-na **estratégia do incrementalismo disjunto.**

Os delineamentos da estratégia, visando ao mercado bursátil, não podem ser feitos nos limites deste artigo, senão de modo indicativo e sucinto. Assumimos que grande parte das decisões bursáteis

são deste tipo. Portanto configuram-se em situações comunicativas, sistemas interacionais, em que as complexidades sociais dos comportamentos estão, numa razoável medida, reduzidas, uma vez que os comunicantes se relacionam **impessoalmente** como investidores, sem que seja grande problema a definição da natureza das suas relações, assumidas, em princípio, como de reciprocidade. Como vimos, porém, a relação, aspecto **ordem** das comunicações, embora exista independentemente dos **relatos** (conteúdo), manifesta-se, na prática real, através deles. Assim, nas situações do quadrante (c), o mercado funciona como redutor dos comportamentos decisórios ao nível das relações, isto é, do aspecto **ordem** — todos vêem a todos como investidores. A relação, entretanto, manifestando-se pelos **relatos** — aquilo que se compra e vende —, faz com que as partes — investidores — se **desneutralizem** até certo ponto, classificando-se em grandes e pequenos investidores. Este modo de relação, por sua vez, delineia o ponto de partida da estratégia de decisão: o decididor parte da situação dada (status quo), tentando levantar alternativas que dela difiram incrementalmente, sem tentar compreender a própria situação (a baixa compreensão o impediria de chegar a um resultado satisfatório). Isto é, o investidor não se pergunta se o estado atual do mercado (estável, oscilatório) é bom ou mau, se seria preferível um ou outro, mas apenas considera se uma pequena mudança nos rendimentos de uma ação é desejável e, tendo de escolher, se o incremento numa vale o incremento de outra.

Esta escolha parcial, que nos levará à decisão, tem algumas características. Os investidores sabem que, embora as suas relações sejam de reciprocidade, o **relato** ou conteúdo de suas decisões podem levá-los a relações pseudo-recíprocas, caso em que o destinatário **deixa** que o decididor assuma esta posição, controlando-o, na verdade, e estabelecendo complementariedade. Como esta possibilidade não pode ser observada, o decididor limita as alternativas a que dá sua atenção apenas àquelas que diferem incrementalmente do "status quo". Isto é, ele negligencia, até certo ponto, grandes mudanças, pois a admissão da sua ocorrência levaria o decididor a situações em que a decisão é não decidir, aguardar, clarificar, etc. Além disso, dado a baixa compreensão, ele não apenas restringe as alternativas consideradas, mas também limita o seu exame das conseqüências. Ele sabe que, mesmo a longo prazo, não é possível prever todas as reações dos destinatários de suas decisões. Ao omitir, entretanto, algumas conseqüências, ele o faz com consciência da sua importância relativa. Para que isto ocorra sem grandes perigos, é preciso que ele considere seus objetivos, sem estabilizá-los num ponto final, deixando-os em aberto, na sua correlação constante com os meios disponíveis, não deixando jamais de levar em consideração o custo da execução do objetivo e sua mutabilidade, tentando, sempre que necessário, adaptá-lo. A racionalidade de sua estratégia não repousa assim nem nos fins buscados (segurança, rentabilidade, liquidez), nem nos meios disponíveis (aplicar em ações seguras, em ações de determinada faixa de preços, em **blue-ships,** em ações de determinado nível de liquidez, em ações que apresentem características monopolísticas, etc.), mas na correlação funcional de alternativas e soluções de alternativas.

Esta correlação depende, ela própria, de um tratamento estratégico. Quando o decididor traça os objetivos, é preciso não tomá-los como **regras** de comportamento, mas como **temas** de orientação. Tomá-los como regras é comprometer-se. Assim, por exemplo, fixamos como **regra** o objetivo: comprar somente ações de determinado nível de preço. A partir deste momento, a reação dos destinatários nos leva a um mercado em processo de alta, onde os preços vão alcançando outros níveis, podendo-se demonstrar que o mercado vai ultrapassar a escala dos níveis de preços atuais. Neste momento a fixação da regra pode levar o decididor a um desequilíbrio na correlação de meios e fins. Por isso a estratégia recomenda que se trabalhe com temas de orientação. Por exemplo: é desejável aplicar em ações dotadas de segurança. Para a execução do objetivo tomado como tema de orientação do comportamento, procede-se a uma espécie de avaliação em série, procurando-se compor um quadro das companhias em correlação com o objetivo visado. Como entretanto a segurança é um valor subjetivo, trabalhando-o como tema apenas, é sempre possível, diante de dificuldades, mudar o tema ou alargá-lo ou restringi-lo. Assim, se se verifica que, no momento, em geral, ações que apresentam rentabilidade e liquidez são seguras, abandona-se por ora o valor segurança como tema central, deixando-o de reserva para o instante necessário.

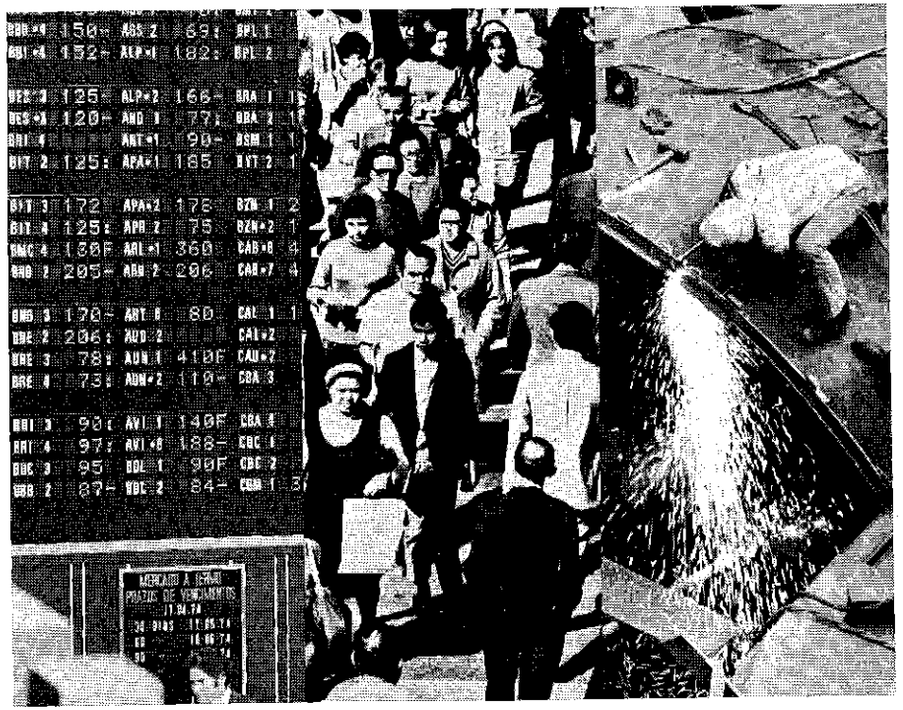
4. CONCLUSÃO

Muitos leitores devem ter ficado impressionados com as idéias alinhavadas neste artigo, tão diferentes das análises refinadas que aparecem hoje sob diversos títulos, como pesquisa operacional, análise matemática da tomada de decisão, computação eletrônica, etc. A impressão causada, diga-se de passagem, é justamente devida ao desnível em exatidão de ambas as análises. Numa época em que o refinamento **científico** é procurado com toda ênfase, pode parecer até retrógrada uma tentativa deste gênero. Nossa intenção, entretanto, não foi a de nos colocar em oposição aos outros métodos, mas sim a de levantar alguns aspectos que nos parecem importantes e que são, a nosso ver, descuidados pelo analista da decisão.

Em nosso último parágrafo, fixamos algumas observações em torno da estratégia da decisão. Dos quatro tipos discutidos rapidamente, demos uma atenção um pouco maior ao quadrante (c), sem querer, com isso, esgotar o assunto. A correlação entre decisão, con-

flito e estratégia da decisão, tendo em vista o comportamento de quem decide e de quem é destinatário da decisão, foi apenas explorada na forma de amostra. Nossa intenção, neste sentido, foi tão somente a de insinuar por que caminhos pode seguir a reflexão, sem contudo ter a pretensão de tê-los percorrido. Se esta insinuação foi entendida, já nos damos por satisfeitos.

O mercado de ações é uma indústria vital para a Nação.
Sua matéria-prima é a poupança.
Sua mão-de-obra, os agentes do mercado.
Seu produto final: capitais para custear o desenvolvimento econômico.
Sua finalidade: multiplicar e distribuir a riqueza nacional.



Bolsa de Valores de São Paulo

O Programa de Desenvolvimento de Mercados de Capitais da Organização dos Estados Americanos

Rolf Luders e José Pedro Ortiz *

1. Introdução; 2. O Programa, políticas e procedimentos;
3. Tipo de assistência e áreas de atuação do programa;
4. Projetos; 5. Recursos; 6. Perspectivas.

1. INTRODUÇÃO

No início da década de 70, a opinião geral dos **experts** em assuntos sobre América Latina era compatível com a necessidade de se buscarem novas fórmulas adequadas no sentido de conseguir o financiamento para o desenvolvimento projetado para a Região.

As perspectivas de um aumento satisfatório no que diz respeito a recursos externos se apresentavam sumamente duvidosas. Parecia, então, racional inferir, tal como o fizeram os informes da Comissão presidida por Lester Pearson[1], o estudo de Raul Prebish[2] e um estudo da OEA[3], que era imperativo não só conseguir um aumento da poupança interna, suficiente para cobrir as necessidades adicionais de

* Rolf Luders é Coordenador do Programa de Desenvolvimento de Mercado de Capitais da Organização dos Estados Americanos — OEA e José Pedro Ortiz, Chefe de Publicações.

1 **Partners in Development**, Report of the Comission on International Development, Praeger Publishers, September 15, 1969.

2 Raul Prebish: **Transformación y desarrollo, la gran tarea de América Latina**, Informe apresentado ao Banco Interamericano de Desenvolvimento, maio de 1970.

3 OEA, **Lineamentos para alcanzar el mayor empleo y crescimiento en América Latina**, CIES/1862, 1.º de dezembro de 1972.

fundos para o desenvolvimento, mas também assegurar uma eficiente alocação destes recursos.

O ritmo de aumento requerido na formação de capital e sua melhor alocação, exige, sem dúvida, a adequação dos sistemas financeiros nacionais, hoje baseados em uma estrutura bancária estreitamente vinculada ao mercado de dinheiro. Na verdade, deveriam ser estabelecidas novas instituições e serviços financeiros. Os meios de pagamento terão que ser parcialmente substituídos, no financiamento para o desenvolvimento, por ativos representativos de investimentos em forma de crédito ou de capital de risco, com as características próprias dos mercados de capitais. Em geral, seria necessário elevar sensivelmente a poupança transferida para o investimento, através de instituições financeiras.

Um esforço de criação institucional e de mudanças estruturais nos sistemas financeiros dos países latino-americanos, suficiente para adequar seus sistemas financeiros a uma nova dinâmica de desenvolvimento, exige, necessariamente, uma contribuição importante de cooperação técnica por parte dos organismos internacionais dos quais estes países são membros e, em especial, das instituições pertencentes ao sistema interamericano. O Programa de Desenvolvimento de Mercado de Capitais é um dos instrumentos criados para atingir este objetivo.

2. O PROGRAMA, POLÍTICAS E PROCEDIMENTO

O Programa de Desenvolvimento de Mercados de Capitais foi estabelecido em 1970, por iniciativa do Governo dos Estados Unidos, concretizada na Resolução REM 3/70 do Conselho Interamericano Econômico e Social (CIES). Este Programa objetiva fundamentalmente analisar as políticas e mecanismos apropriados ao fortalecimento dos mercados de capitais dos países latino-americanos, a fim não só de obter recomendações concretas sobre mudanças consideradas convenientes nas políticas e práticas econômicas e institucionais vigentes, mas também de conceder a assistência técnica requerida para apoiar os esforços nacionais.

Do ponto de vista administrativo, o Programa foi concebido como um organismo especial e provisório, funcionando dentro dos quadros da OEA. Entretanto, com base na experiência até agora adquirida, o CIES aprovou (a partir do período 1974-76) seu programa de caráter permanente dentro da Organização. O Programa é subvencionado com doação da AID. Sua institucionalização dentro da OEA implica que todos os países membros passem a contribuir para seu financiamento.

Até fins de 1973 o Programa cumpriu com seus objetivos, dividindo suas atividades em duas etapas:

— em uma primeira etapa — de **diagnóstico** — investiga-se a situação dos mercados de capitais em cada país, e, em geral, identificam-se os principais problemas, analisam-se as alternativas para solucioná-los, e procura-se convencer o público e as autoridades dos países membros da OEA a tomar as medidas necessárias para solução destes problemas. Os instrumentos utilizados nesta etapa constituem estudos gerais e especiais, simpósios, estudos desenvolvidos por países, e seminários nacionais.

— em uma segunda etapa — de **ação** propriamente dita — colocam-se em prática as conclusões dos diagnósticos, mediante a concessão de assistência técnica e treinamento. Esta etapa deveria, teoricamente, ser sempre precedida pelos diagnósticos; porém, em algumas ocasiões, foi empreendida sem se esperar o término daqueles, para satisfazer às exigências derivadas das necessidades urgentes de alguns países.

Mesmo assim, julgou-se conveniente que o Programa difundisse a situação dos mercados financeiros na Região, além de suas próprias atividades. Um dos instrumentos utilizados para alcançar estes resultados é a publicação de um boletim informativo, de artigos e livros sobre mercados de capitais e a organização de uma biblioteca financeira.

Essa política sofreu algumas alterações, em virtude das sugestões contidas numa acurada avaliação do Programa, realizada por profissionais não vinculados ao mesmo, em dezembro de 1973[4].

Esses consultores afirmaram que a participação das autoridades dos países receptores, especialmente na etapa de diagnóstico, era somente marginal, pois os estudos especiais ou pesquisas desenvolvidas por países estavam geralmente a cargo de técnicos independentes, geralmente professores universitários. Por outro lado, se bem que a intervenção de representantes do setor público nos simpósios e seminários tenha sido em geral eficaz, as conclusões e recomendações resultantes dessas reuniões nem sempre refletiam a opinião governamental, nem levavam em consideração o planejamento das atividades do setor financeiro realizado por organismos públicos especializados.

Os consultores salientaram que estas circunstâncias diminuíam as possibilidades de colocar em prática um programa que positivamente se compatibilizasse com os planos do país receptor. Em conseqüência e com a finalidade de vincular mais estreitamente suas atividades aos programas do setor público do país receptor, o Programa tem variado seu enfoque, introduzindo entre as etapas de diagnóstico

4 CIES, **Evalución a fondo del Programa de Desarrollo de Mercados de Capital**, realizada pelos Srs. Luís Escobar, Arthur Handly, Fernando Montero e Domingo Jorge Messuti, sob a coordenação do sr. William Wohlfeld, do Departamento de Planejamento e Avaliação da OEA, OEA/ser. H/X. 23, CIES/2032, fevereiro de 1974, Washington, DC.

e de ação propriamente dita, o estabelecimento de uma comissão de alto nível, integrada especialmente por representantes das instituições oficiais mais vinculadas ao desenvolvimento dos sistemas financeiros. A função principal das comissões, que se estabelecerão de acordo com o novo esquema, é preparar um plano ou estratégia de desenvolvimento dos mercados de capitais internos, em que se basearia a assistência do Programa. Isto contribuiria, segundo os consultores, para... **garantir que a assistência facilitada fosse pertinente do ponto de vista operacional**[5].

No que diz respeito às formas para solicitar a cooperação técnica do Programa, não se adota um procedimento de tipo rígido. Podem solicitá-la os governos dos países membros da OEA ou instituições públicas ou privadas, através dos órgãos de ligação dos governos com os programas de assistência técnica da OEA (geralmente os órgãos de planejamento). Cabe apontar, não obstante, que, a partir da adoção do sistema de criação de comissões encarregadas de planejar a estratégia de desenvolvimento dos mercados de capitais, não será política do Programa atender a novas solicitações que não sejam precedidas pelo informe da Comissão, ou que não estejam de acordo com suas conclusões e recomendações.

3. TIPO DE ASSISTÊNCIA E ÁREAS DE ATUAÇÃO DO PROGRAMA

A assistência concedida pelo Programa pode assumir a forma de assessoramento direto para projetos específicos ou de formação de técnicos em finanças.

O assessoramento direto procura abranger todo o espectro de instituições e instrumentos de intermediação financeira. Com esse objetivo, concede-se assessoramento técnico para: a) o planejamento de políticas de mercados de capitais; b) a criação e implementação das instituições (bancos de desenvolvimento, bolsas e comissões nacionais de valores, associações de poupança e empréstimo, cooperativas de crédito, fundos mútuos, etc.); c) instrumentos (ações ordinárias e preferenciais, bônus, debêntures conversíveis, letras de câmbio, taxas de juros, etc.). Esse assessoramento envolve também os aspectos jurídico-institucional e econômico-financeiro dos projetos. Embora estejam compreendidos neste objetivo, o Programa não concede, em geral, assessoramento em assuntos de política monetária, nem no que diz respeito a bancos comerciais ou companhias de seguro, a não ser quanto a suas interrelações com as demais instituições dos mercados de capitais.

Entre os projetos de assessoramento mais freqüentemente solicitados ao Programa até o momento, encontram-se os de política de

5 Op. cit., Quadro 1 — Estudos Gerais.

mercado de capitais e de regulação jurídico-institucional dos sistemas financeiros ou de instituições em particular. O assessoramento oferecido compreende, em geral, a elaboração de leis de mercados de capitais de entidades bancárias e financeiras; a criação de comissões nacionais e bolsas de valores; a organização, funcionamento e reestruturação das instituições, salvo aspectos de administração do pessoal; o estabelecimento de critérios e políticas de operação; a emissão de bônus e Letras do Tesouro; a análise de situações financeiras, e a avaliação de projetos financeiros.

A assistência técnica, no que diz respeito à formação de pessoal especializado em assuntos financeiros, efetua-se através de cursos, reuniões e outras formas de treinamento. Em geral, para este tipo de assistência, utiliza-se um sistema de bolsas de estudo em cursos realizados em organismos especializados ou universidades, embora, em certas ocasiões, profissionais do Programa ou técnicos especialmente contratados tenham dado cursos ou conferências em nível de pós-graduação.

Para a realização de todas as suas atividades de cooperação técnica, o Programa leva em conta, principalmente, as solicitações dos países de menor desenvolvimento relativo, que são indubitavelmente os mais carentes de seus serviços.

4. PROJETOS

Uma amostra dos projetos levados a efeito, ou em vias de realização, pelo Programa, inclui **estudos gerais**[6], como o estudo dos fatores determinantes da poupança na América Latina. Este estudo, que está sendo realizado por reconhecidos **experts** e instituições autônomas, porém coordenados pelo Programa, compreende uma análise da estrutura geral da poupança, um estudo comparativo do nível e da composição da poupança, da poupança de tipo contratual e avaliação da poupança. Outro estudo importante, em processo de desenvolvimento, consiste no estabelecimento de sistemas uniformes de contas de fluxo de fundos em sete países da Região.

Entre os estudos mais relevantes realizados pelo Programa encontram-se o de fontes de financiamento para instituições de desenvolvimento na América Latina, elaborado para a Associação Latino-Americana de Instituições Financeiras de Desenvolvimento (ALIDE) e o estudo de viabilidade financeira e jurídica para a constituição de um fundo andino de investimentos, feito para a Corporação Andina de Fomento (CAF).

Os mais importantes estudos planejados são a análise da possibilidade de um centro de mercados de capitais para facilitar os

6 Ver lista detalhada no Apêndice, Quadro 1.

investimentos financeiros de carteira entre os estados membros, e um estudo que forneça a orientação geral capaz de definir, em cada circunstância, a estratégia mais apropriada para desenvolvimento dos mercados de capitais.

As **pesquisas** ou **estudos especiais** por países têm por objetivo identificar os problemas que o desenvolvimento dos mercados nacionais de capitais enfrenta, propor medidas para resolvê-los e fornecer a base necessária para atividades futuras. Estes estudos foram empreendidos em onze países da Região e, até o momento, cinco foram realizados.

Os **seminários** e **simpósios** são considerados pelo Programa como elementos básicos do diagnóstico. Ambas as atividades têm como objetivo despertar o interesse quanto à importância e dificuldades que o desenvolvimento dos mercados de capitais traz em si, assim como buscar as possíveis soluções dos problemas identificados. Os simpósios são foros mais amplos e apresentam um maior aporte teórico, onde se discutem pontos de vista em matéria financeira apresentados por instituições ou por destacados **experts** do país ou do exterior especialmente convidados. Já os seminários ocupam-se, principalmente, em apresentar e discutir as pesquisas ou estudos especiais desenvolvidos por cada país. O Programa organizou, em convênio com o BID e Autoridades Nacionais, cinco simpósios nos seguintes países: Argentina, Colômbia, Costa Rica (de caráter geral para a América Central), Jamaica (também Regional, pois incluiu Trinidad-y-Tobago e Barbados), Paraguai e Peru. Os seminários realizam-se em todos os países onde se desenvolvem pesquisas. Até o momento efetuaram-se seminários na Bolívia, Uruguai e Chile[7]. E durante este ano eles serão realizados na República Dominicana, Panamá e Equador.

No que concerne à **assistência técnica direta** aos países, merecem destaque os projetos de avaliação sobre colocação de títulos de renda fixa pelo Governo de Barbados; a análise dos diversos instrumentos financeiros na Colômbia; o estudo sobre a possibilidade de um fundo de garantia de emissões na Jamaica; a colaboração na redação do Projeto de Lei de Mercados de Capitais; a elaboração de contas nacionais e a Lei Reguladora de Entidades Financeiras do México; o estudo sobre a possibilidade de um fundo de garantia de emissões no Panamá; o assessoramento ao Paraguai em matéria de contas nacionais; a análise do sistema financeiro e a possibilidade do estabelecimento de uma bolsa de valores em Trinidad-y-Tobago; e o assessoramento para a elaboração da Lei de Mercados de Capitais e constituição da Comissão Nacional de Valores na Venezuela. Entre os projetos em curso podem ser citados os estudos sobre a viabilidade financeira para a criação de bolsas de valores na Bolívia, Costa Rica e Nicarágua; o assessoramento para a constituição de uma

7 No Apêndice, Quadro 2, são destacados os países nos quais foram realizados seminários e simpósios, suas datas, custos, número de participantes e de trabalhos apresentados.

Comissão Nacional de Valores na Bolívia; a análise sobre a emissão de bônus do Governo boliviano, e o estudo sobre a possibilidade de criação de um banco de desenvolvimento no Panamá.

Os serviços de treinamento ou habilitação foram empreendidos recentemente. A iniciativa mais importante do Programa, até o momento, foi o Curso Interamericano de Mercados de Capitais, com a presença de 23 participantes de 11 países membros, realizado no Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC), no Rio de Janeiro, Brasil. Este curso iniciou-se em 15 de outubro do ano próximo passado e terminou em 15 de março. Em nível de pós-graduação, compreendeu noções gerais de macro e micro-economia, em relação aos mercados de capitais, e elementos de análise financeira[8].

Na Venezuela, o Programa organizou em 1973, com o Instituto de Estudos Superiores de Administração (IESA), um curso de análise financeira, orientado basicamente para a habilitação de pessoal para a Comissão Nacional de Valores, e empreenderá juntamente com a Universidade de West Indies, um curso regional para o Caribe de língua inglesa com objetivos similares ao curso interamericano realizado no Brasil.

5. RECURSOS

O Programa é financiado basicamente com uma doação de 5 milhões de dólares da Agência Internacional para o Desenvolvimento (AID) do Governo dos Estados Unidos. Sua institucionalização dentro dos quadros regulares da OEA, implica na participação, em seu financiamento, de todos os países membros da Organização.

Até 30 de setembro de 1973 os fundos aplicados pelo Programa as suas diferentes atividades, atingiam 3.171.799 dólares distribuídos da seguinte forma:

	em dólares	%
I. **Etapa de diagnóstico**	202.980	6.4
a. simpósios	297.197	9.4
b. pesquisas	859.191	27.1
c. estudos		
II. **Etapa de ação**	1.097.777	34.6
a. assistência técnica	98.940	3.1
b. treinamento	35.841	1.1
c. informação	579.873	18.3
III. **Apoio executivo e treinamento** [9]	3.171.799	100.0
TOTAL		

8 Ver detalhes sobre o programa do Curso e participantes no Apêndice, Quadro 3.

9 Refere-se à taxa obrigatória de 15% destinados à administração central. Inclui, além disso, salários dos funcionários e gastos em reuniões anuais.

As atividades identificadas com a etapa diagnóstico representaram 43,9% do total de fundos aplicados. Como se pode notar através da comparação com o quadro que se segue, o Programa está iniciando sua etapa orientada para a ação. De fato, a importância relativa dos fundos aplicados na ação aumenta sensivelmente para o próximo biênio, tal como se pode apreciar na distribuição dos fundos já orçados para 1974-76 (ano fiscal 1.º de junho a 30 de julho), indicada no quadro que se segue:

	em dólares	%
I. **Etapa de diagnóstico**		
a. simpósios	—	—
b. pesquisas	—	—
c. estudos	175.000	10.7
II. **Etapa de ação**		
a. assistência técnica	677.100	41.2
b. treinamento	215.000	13.1
c. informação	151.200	9.2
III. **Apoio executivo e administrativo**	424.700	25.8
TOTAL	1.643.000	100.0

Quanto ao sistema de organização, o Programa é dirigido por um Coordenador e possui: 1) dois grupos de trabalho (Área Leste e Área Oeste) de três **experts** cada um; 2) um assessor técnico e 3) um chefe de publicações que também desempenha o papel de elemento de ligação com outros organismos internacionais, além do pessoal de secretaria e biblioteca. A parte administrativa é executada pelos serviços correspondentes da OEA. A maior parte dos estudos e assistência técnica realiza-se por meio de contratos especiais com **experts** não pertencentes à Organização.

6. PERSPECTIVAS

Como toda instituição nova, o Programa enfrentou dificuldades quanto à administração e planejamento de suas atividades, que, no entanto, proporcionaram-lhe a experiência e base necessárias para cumprir mais eficientemente suas atividades futuras. A recente avaliação do Programa apontou alguns destes problemas e deficiências, porém também ressaltou sua ação muito positiva no cumprimento de seu objetivo principal: apoio ao desenvolvimento dos mercados de capitais na América Latina.

Entre os sucessos do Programa apontados no informe dos avaliadores, encontram-se:

a) o fato de haver despertado, na Região, a consciência da importância de que se reveste o desenvolvimento dos mercados de capitais;

b) o apoio aos seus serviços, refletido no aumento paulatino dos pedidos de assistência;

c) o impacto favorável de seus seminários e simpósios;

d) a contribuição ao conhecimento dos problemas que freiam o desenvolvimento dos mercados de capitais, realizada através dos estudos e reuniões que patrocinou;

e) a contribuição positiva de suas atividades de treinamento ou habilitação;

f) as mudanças e medidas positivas ocorridas como conseqüência de seus projetos de assistência técnica; e

g) a montagem de um núcleo dedicado e competente de profissionais[10].

A direção do Programa se propõe a orientá-lo no sentido de atingir a maximização de seus resultados positivos. Dentro deste marco, as atividades de assistência direta aos países, incluído o treinamento, serão objeto de atenção especial. Isto supõe uma orientação determinada para fazer do nosso, um programa de ação diretamente voltado para a reestruturação institucional dos sistemas financeiros latino-americanos.

Para finalizar, cabe dizer que o Programa se propõe a formalizar a coordenação com outras instituições atuantes nos mercados de capitais da Região. Esta coordenação, ainda que regular, tem sido, até agora, geralmente pessoal e informal. O Programa designou um elemento de ligação com outros organismos internacionais e espera poder estabelecer em breve um organismo de coordenação em assunto de mercados de capitais para a Região.

10 Op. cit., rodapés 6 e 7.

QUADRO 1

ESTUDOS GERAIS

TÍTULO	AUTOR	ESTADO	CUSTO OEA (milhares US$)
FLUXO DE FUNDOS	Clark Reynolds		205.1
Brasil		Terminado	
Colômbia		Terminado	
Peru		Terminado	
Argentina		Em curso	
Costa Rica		Em curso	
Jamaica		Em curso	
Venezuela		Em curso	
ESTUDO MICROECONÔMICO DE MERCADO DE CAPITAIS	Richard Eckaus		49.1
México		Terminado	
Colômbia		Em curso	
Costa Rica		Em curso	
EFEITOS FISCAIS E TRIBUTÁRIOS SOBRE A INTERMED. FINANCEIRA	OEA — Depart. de Finanças Públicas		184.3
Impostos de Selos			
América Central		Terminado	
América Central — outros impostos		Em curso	
DETERMINANTES DA POUPANÇA NA AMÉRICA LATINA			
Estrutura Geral	R. Mikesell	Em curso	18.0
Estudo Comparativo do Nível e Composição da Poupança**	J. Márquez	Em curso	43.4
Poupança Contratual	R. Nathan e Associados	Em curso	50.0
Função total da Poupança	Inst. Brookings	Em curso	12.7

** Países tomados como exemplo: México, Costa Rica, Equador, Bolívia, Chile e Uruguai.

cont.

FONTES DE FINANCIAMENTO PARA O BANCO DE DESENVOLVIMENTO DA AMÉRICA LATINA. Estudo solicitado pela ALIDE (Associação Latino-Americana de Inst. Financeiras de Desenvolvimento)	Humberto Diaz	Terminado	31.9
ESTUDOS DE CRÉDITO MARGINAL (Países tomados como exemplo: Honduras, Rep. Dominicana)	Em colaboração com a Fundação Panamericana de Desenvolvimento	Em curso	15.8
ALTERNATIVAS PARA O INVESTIMENTO PRIVADO ESTRANGEIRO NA AMÉRICA LATINA	Guy Mecker	Terminado	15.0
FUNDO ANDINO DE INVESTIMENTO	J. de Pombo, D. Lessard, G. Escobar, J. Turene, H. Toro, J. Cárdenas	Terminado	82.0
ESTUDO DO BANCO DE TRABALHADORES	Pessoal do PMC	Terminado	—
O MERCADO DE CAPITAIS NOS EEUU EM RELAÇÃO AO FINANCIAMENTO DA INDÚSTRIA DA AMÉRICA LATINA	Seymour Rubin	Terminado	27.3
AS EMPRESAS MULTINACIONAIS E O MERCADO DE CAPITAIS	Paul Rosenstem-Rodam	Terminado	9.8

QUADRO 2

SIMPÓSIOS E SEMINÁRIOS

PAÍS	DATA	NÚMERO DE TRABALHOS	CUSTO INCORRIDO PELA OEA (em dólar)	NÚMERO DE PARTICIPANTES
Argentina	Maio, 1972	45	60.000	60
Barbados, Jamaica e Trinidad-y-Tobago	Maio, 1972	13	24.500	60
Bolívia	Julho, 1973	9	5.000	75
América Central Regional	Março, 1971	3	68.000 **	30
Colômbia	Março, 1971	22	26.050	120
Costa Rica	Dezembro, 1971	7 *	**	25
El Salvador	Novembro, 1971	7 *	**	30
Guatemala	Outubro, 1971	7 *	**	30
Honduras	Novembro, 1971	7 *	**	30
Nicarágua	Dezembro, 1971	7 *	**	30
Paraguai	Abril, 1972	11	14.900	45
Peru	Dezembro, 1972	21	15.000	75
Uruguai	Dezembro, 1973	12	5.000	35

* Preparado pelo Programa de Mercados de Capitais da América Central.

** Contribuição a todos os programas de simpósios da América Central.

QUADRO 3

TREINAMENTO — IBMEC *

	Horas
A. Matérias e Duração dos Seminários	
1. Introdução	
a. Introdução aos Sistemas Econômicos	35
b. Introdução aos Sistemas Financeiros	21
2. Matérias Básicas	
a. Análise Financeira	
i. Contabilidade Financeira	15
ii. Análise de Títulos	15
iii. Administração de Carteira	15
iv. Decisões financeiras, elaboração de previsões de capital	25
b. Mercados de Capitais	
i. Institucionalizados	74
ii. Financiamento Interno	15
iii. Regulamentação e Controle	15
c. Mercado de Capitais e Política Econômica	
i. Os Mercados d eCapitais e o Desenvolvimento Econômico	30
ii. Estabilidade dos Mercados de Capitais	15
iii. Estratégia para a transformação e execução de políticas de mercados de capitais	15
d. Estrutura e Funcionamento das Bolsas de Valores	30
e. Sistemas Financeiros Internacionais	
i. Sistemas Internacionais	30
ii. Bancos de Investimento Locais e Internacionais	10
TOTAL	360
f. Português Básico	30
Cursos práticos, pesquisa e estudos especiais	80
Exames	42
Estágios	64
TOTAL GERAL	576

* Instituto Brasileiro de Mercados de Capitais

cont.

B. Países Participantes e Instituições

País	*Participantes*	*Instituições*
Argentina	4	Bolsa de Comércio de Buenos Aires Banco Nacional de Desenvolvimento Banco Espanhol do Rio da Prata Associação de Bancos Argentinos
Bolívia	3	Banco Central da Bolívia Instituto Nacional de Investimento
Brasil	4	Banco Central do Brasil Banco do Brasil S/A Banco do Estado da Guanabara Banco do Nordeste do Brasil S/A
Colômbia	4	Banco de la República Superintendência de Sociedades Anônimas Superintendência Bancária Bolsa de Valores de Bogotá S/A
Costa Rica	1	Banco Central da Costa Rica
Equador	2	Junta de Planejamento do Equador
El Salvador	1	Banco Central de Reserva de El Salvador
México	2	Instituto Tecnológico e Estudos Superiores de Monterrey SERFIN — Financiera Aceptaciones S/A.
Panamá	1	Comissão Nacional de Valores
Paraguai	1	Banco Central do Paraguai
Venezuela	1	Bolsa de Caracas

N.Cham. 332.678 1 P
Autor
Título Revista brasileira de mercado de capitais
v.1, n.0, set. 1974 PUC-Rio - PUCB 00205172

BANCO BRASCAN DE INVESTIMENTO S.A.

o Banco que deve ser consultado

23 SET 2011 RECEBIDO

CREFINAN S.A. CRÉDITO, FINANCIAMENTO E INVESTIMENTOS

Financiamento de Ativo Fixo
Financiamento de Capital de Giro
Fundos do Exterior
Finame/Regir/Reinvest
Programa de Operações Conjuntas
Eximbank
Open-Market
Underwriting/Fumcap
Certificados de Depósito
Recibos de Depósito
Letras de Câmbio
Fundo Crefinan de Investimentos
Fundo Crefinan de Investimentos — Dec. Lei 157
Fundo Crefinan de Investimentos — Programa de Aplicação Mensal
Leasing

BANCO BRASCAN DE INVESTIMENTO S.A.
CAPITAL E RESERVAS: Cr$ 153.751.139,00 – CARTA PATENTE: A-1564/66 – CGC: 33.254.319.
RIO DE JANEIRO : RUA DA CANDELÁRIA, 60 – 10.° ANDAR – TEL.: 223-1627
SÃO PAULO: PÇA. DOM JOSÉ GASPAR, 134 – 12.° ANDAR – TEL.: 36-0899
RECIFE: AV. DOS GUARARAPES, 253 – 4.° ANDAR – TEL.: 24-0200.
BRASÍLIA: SCS – EDIFÍCIO CENTRAL – QL – BLOCO 1 – 11.° ANDAR – S/1108 – TELS.: 24-9000/24-9050/24-9100.
CREFINAN S.A.
RUA DA CANDELÁRIA, 60 – 6.° ANDAR – TEL.: 223-1627 – RIO DE JANEIRO.