TRABALHOS EDITADOS PELO
INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS

SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO — Luiz Cezar Kampel

MERCADO DE ATIVOS FINANCEIROS NO BRASIL (PERSPECTIVA HISTÓRICA E COMPORTAMENTO RECENTE) — Claudio R. Contador

POLÍTICA MONETÁRIA E DÍVIDA PÚBLICA (vários autores)

COMMODITIES: O PREÇO DO FUTURO — Noênio D. Spínola

O MERCADO DE CAPITAIS NO JAPÃO — Tomaz Schneider

HISTÓRIA MONETÁRIA DO BRASIL, 1900-45 — Paulo Neuhaus

INTRODUÇÃO À ANÁLISE CONTÁBIL E FINANCEIRA (ANÁLISE TRADICIONAL DE BALANÇOS) — Hugo Rocha Braga

OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NO BRASIL — Claudio R. Contador

PERFIL DO INVESTIDOR NO MERCADO DE AÇÕES — José Luiz Melo

MERCADO DE CAPITAIS E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (vários autores)

EL PAPEL DEL ESTADO EN LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES — Nelson Laks Eizirik (edição especial)

HISTÓRIA DA BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO — Maria Bárbara Levy

HISTÓRIA DO RIO DE JANEIRO (DO CAPITAL COMERCIAL AO CAPITAL INDUSTRIAL E FINANCEIRO) — Eulalia Maria Lahmeyer Lobo

EDIÇÕES ESPECIAIS

SÉRIES ESTUDOS ESPECIAIS:

1 FUNDOS DE PENSÃO — Moysés Glat

2 CRÉDITO AO CONSUMIDOR (UMA ANÁLISE ECONÔMICA) — Paulo Neuhaus e Uriel de Magalhães

3 O PAPEL DO ESTADO NA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS — Nelson Laks Eizirik

4 MERCADO ABERTO E POLÍTICA MONETÁRIA — Roberto Fendt Jr.

5 A INFLUÊNCIA DA CORREÇÃO MONETÁRIA NO SISTEMA FINANCEIRO — Walter L. Ness, Jr.

SÉRIE RELATÓRIO DE ESTUDOS E PESQUISAS

1 MERCADOS DE CAPITAIS E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO: A EXPERIÊNCIA SUL-COREANA — Horacio de Mendonça Netto e Walter Lee Ness, Jr.

Uma publicação
IBMEC

Vol. 4 - Nº 10 · Jan./Abr. 1978

Revista Brasileira de Mercado de Capitais

P332.678
1

ARTIGOS

O Privilegiamento de Informações e o Caso Petrobrás — Horacio de Mendonça Netto e Nelson Laks Eizirik

Regulação de Títulos de Empresas no Reino Unido — Os Méritos da Auto-Regulação — Barry Alexander K. Rider e Elaina J. Hew

Eficiência Informacional Fraca de Mercados de Capitais sob Condições de Inflação — Ney O. Brito

Políticas de Taxa de Câmbio e Fluxos de Capital Financeiro — Florian A. Alburo e Fred R. Glahe

Uma Análise da Correção Monetária Brasileira para Ativos Fixos — Richard P. Brief

O Papel dos Bancos de Investimento como Instituições de Crédito a Longo Prazo — Alfredo Behrens

10

NOTAS E COMENTÁRIOS

Sobre o Caso Petrobrás — Hélio O. Portocarrero de Castro

Comentários ao Anteprojeto sobre os Fundos 157

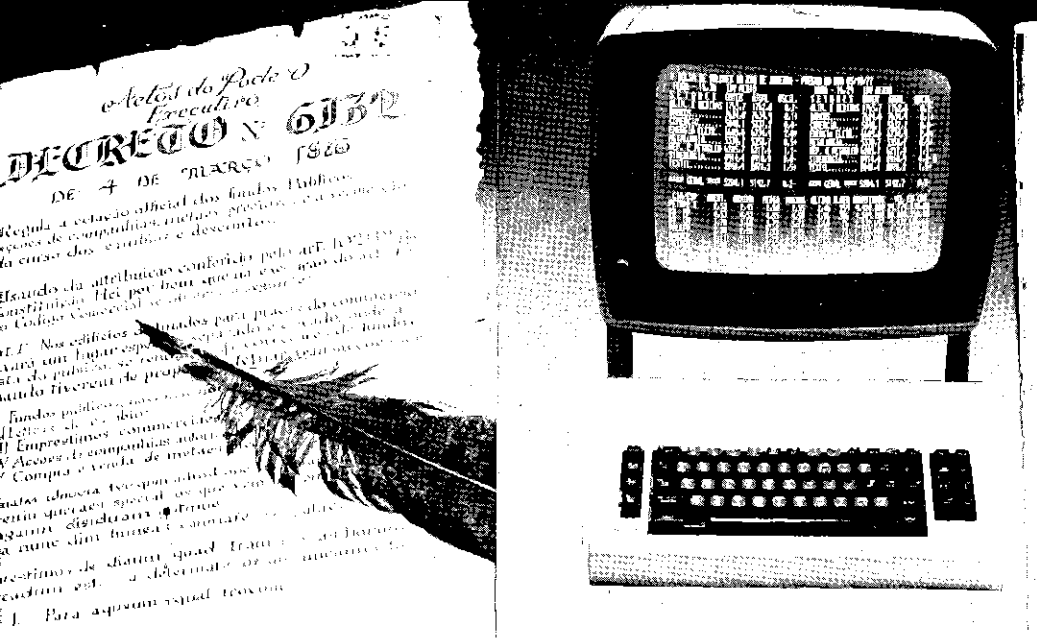
LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

Legislação — Liane Maria Pires Maia

Extratos de Jurisprudência — Ivan Vernon Gomes Torres Júnior

SUPLEMENTO

ANÁLISE CONJUNTURAL FINANCEIRA DAS EMPRESAS ABERTAS
Walter Lee Ness, Jr. e Rosanne H. Rebelo da Silva



Aqui estão dois dos grandes avanços que marcaram a história destes 100 anos de pregão.

O primeiro, um exemplar do Decreto de 1877 assinado pela Princesa perial Regente, que em nome de D. Pedro II regularizava o pregão de títulos e valores e então passou a funcionar em lugar próprio, com corretores autorizados, divulgação rigatória das informações sobre negócios e sob estritas normas, em linhas gerais parecidas n as que vigoram hoje em dia.

O segundo é a maior rede nacional de terminais de vídeo, que ligada a um nçadíssimo sistema de computadores eletrônicos e instalado em qualquer local e você queira, permite que você fique em contato direto com a Bolsa de Valores obtendo hora todos os dados sobre o pregão em andamento.

Com isso formou-se a maior rede nacional de terminais de um sistema vado de informações.

Entre os dois instrumentos, existem 100 anos de contínuo aperfeiçoamento que ocam a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro entre as mais avançadas do mundo.

100 anos nos quais só uma coisa não mudou: a confiança que os estidores depositam no sistema.

Bolsa de Valores do Rio de Janeiro
100 Anos de Pregão.

103048

B C — PUC
DOAÇÃO
BIBLIOTECA
RIO DE JANEIRO

Uma publicação IBMEC

Revista Brasileira de

Mercado de Capitais

Vol. 4 - Nº 10 - Jan./Abr. 1978

Revista quadrimestral do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC

Registrada no DPF sob o nº 1.295 – P. 209/73

EXPEDIENTE

Diretor Responsável – Horacio de Mendonça Netto
Editor – H. O. Portocarrero de Castro
Coordenador Editorial – Learte Saint-Clair
Secretário Executivo – Marta de A. Gonçalves

CONSELHO EDITORIAL – Horacio de Mendonça Netto, H. O. Portocarrero de Castro, José Luiz Melo, Maria Bárbara Levy, Nelson Laks Eizirik, Pedro Carvalho de Mello, Walter L. Ness, Jr.

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

Correspondência Comercial: Departamento Comercial – Av. Beira Mar s/nº – Anexo ao MAM – Caixa Postal 6047 – Rio de Janeiro, RJ – Tel.: 242-2343 e 283-9222.

Número avulso	Cr$ 50,00
Número atrasado	Cr$ 60,00

Assinatura Anual

Nacional	Cr$ 150,00 (porte simples)
	Cr$ 200,00 (registrado)

Exterior – Américas do Sul e Central – US$ 15,00 (via superfície) e US$ 20,00 (via aérea); América do Norte, Portugal, Espanha e colônias ou ex-colônias portuguesas e espanholas – US$ 15,00 (via superfície) e US$ 21,00 (via aérea).

Demais Países – US$ 15,00 (via superfície) e US$ 26,00 (via aérea)

Composta no IBMEC e impressa na Lídio Ferreira Junior Artes Gráficas e Editora Ltda. – Rua dos Inválidos, 143, Rio de Janeiro, RJ.

SUMÁRIO

ARTIGOS

O Privilegiamento de Informações e o Caso Petrobrás – Horacio de Mendonça Netto e Nelson Laks Eizirik 7

Regulação de Títulos de Empresas no Reino Unido – Os Méritos da Auto-Regulação – Barry Alexander K. Rider e Elaina J. Hew 21

Eficiência Informacional Fraca de Mercados de Capitais sob Condições de Inflação – Ney O. Brito 63

Políticas de Taxa de Câmbio e Fluxos de Capital Financeiro – Florian A. Alburo e Fred R. Glahe 87

Uma Análise da Correção Monetária Brasileira para Ativos Fixos – Richard P. Brief 109

O Papel dos Bancos de Investimento como Instituições de Crédito a Longo Prazo – Alfredo Behrens. 123

NOTAS E COMENTÁRIOS

Sobre o Caso Petrobrás – Hélio O. Portocarrero de Castro 137

Comentário ao Anteprojeto sobre os Fundos 157 141

LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

Legislação – Liane Maria Pires Maia . . . 151

Extratos de Jurisprudência – Ivan Vernon Gomes Torres Júnior 155

INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS

O Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC – é uma Instituição privada, 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**: Jorge Gerdau Johannpeter; **Vice-Presidente**: Adolpho Ferreira de Oliveira; **Conselheiros**: Alfredo Nagib Rizkallah, Carlos Moacir Gomes de Almeida, Celio de Oliveira Borja, Júlio Rafael de Aragão Bozano, Luis Maria Tápias Auguet, Luiz Carlos Soares de Souza Rodrigues e Sebastião Marcos Vital.

Diretor-Geral: Horacio de Mendonça Netto

SÓCIOS HONORÁRIOS: Octávio Gouvêa de Bulhões, Fernando de Souza Ribeiro de Carvalho e Angelo Calmon de Sá.

SEDE: Av. Beira Mar, s/nº – anexo ao MAM – Caixa Postal 6047
ZC-39 – Tels: 283-9222, 283-9307 e 283-9367

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

——. Análise Conjuntural Financeira das Empresas. Rio de Janeiro, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1978 -

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

CDU 332.61/.63 (05)
CDD 332.605

NOTA DO EDITOR

O presente número da Revista Brasileira de Mercado de Capitais apresenta algumas modificações que devem ser registradas. Passamos a incluir uma seção de Notas e Comentários, abordando problemas atuais de política econômica. Publicaremos também a partir deste número uma seção de acompanhamento da legislação e jurisprudência aplicável ao mercado de capitais, além de um suplemento constituído de um acompanhamento das principais relações que caracterizam a situação financeira das sociedades de capital aberto, utilizando os dados de seus últimos balanços publicados e discriminados por setor. No suplemento que acompanha este número uma metodologia especial explica como as tabelas devem ser lidas e utilizadas.

Vale frisar que nossa revista permanece, em seu corpo básico, dedicada à publicação de artigos que possam ser aplicados à análise do mercado de capitais, de modo a servir à comunidade acadêmica e financeira de língua portuguesa.

Esperamos que a inclusão dessas novas seções venha a atender o interesse de nosso público leitor.

NORMAS EDITORIAIS DA RBMEC

A Revista Brasileira de Mercado de Capitais — Rbmec — é uma publicação quadrimestral que visa apresentar e estimular o debate de temas relacionados com o mercado de capitais. Os artigos submetidos à Rbmec, para publicação, podem ter conteúdo teórico ou empírico, desde que contenham material não-publicado.

1. *Os artigos poderão ser redigidos em português, espanhol, inglês ou francês.*

2. *Os artigos deverão ser datilografados em espaço dois (incluindo-se as notas de rodapé e citações no texto) e encaminhados ao Conselho Editorial da Rbmec.*

3. *Todo artigo deverá vir acompanhado de um sumário de seu conteúdo, contendo aproximadamente 150 palavras.*

4. *Todo artigo deverá vir acompanhado de dados sobre o autor concernentes à sua posição profissional e/ou acadêmica.*

5. *Os artigos deverão ter, aproximadamente, 20 páginas, embora artigos maiores ou menores possam ser aceitos a critério do Editor.*

6. *As notas de rodapé mencionando trabalhos publicados, deverão conter nome(s) de autor(es), título da obra, local de publicação, editora e ano de publicação. Em caso de citação de artigo, requer-se o título da publicação na qual está inserido, volume, número, data e número da(s) página(s).*

7. *Aos autores de artigos publicados na Rbmec serão enviadas 20 separatas.*

ARTIGOS

O Privilegiamento de Informações e o Caso Petrobrás

Horacio de Mendonça Netto e
Nelson Laks Eizirik*

O combate ao privilegiamento de informações está ligado à busca de maior eficiência econômica do mercado acionário.

Tal como nos EUA e França, vem-se constatando uma crescente preocupação em tornar mais abrangente o próprio conceito de **insider**. No Brasil, a nova Lei das S.A. introduz dispositivos específicos contra o privilegiamento de informações, centrando-se, porém, na figura do administrador de Companhias Abertas. Como não há qualquer tradição legal de combate a tais transações, será de grande importância o papel a ser desempenhado pela Comissão de Valores Mobiliários, particularmente no que diz respeito à formação de uma jurisprudência nesse setor. O *Caso Petrobrás* possibilita a discussão de algumas dessas questões, constituindo um verdadeiro teste à eficácia das normas específicas de restrição ao privilegiamento de informações no Brasil.

O *Caso Petrobrás*, que tão intensas discussões tem causado, graças à atuação da imprensa, faz ressurgir o problema do privilegiamento de informações e sua utilização no mercado acionário. Trata-se, na realidade, do primeiro grande desafio à Comissão de Valores Mobiliários, entidade criada principalmente para a regulação do mercado acionário, com vistas ao seu desenvolvimento ordenado.

Por que deve-se combater o privilegiamento de informações? As razões não são puramente de ordem ética, nem revelam mero espírito de imitação de legislações estrangeiras (conforme veremos, nos EUA e na França, principalmente, há normas restritivas ao acesso e uso privilegiado de informações, sendo que sua apli-

* Horacio de Mendonça Netto é Diretor-Geral do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC); Nelson Laks Eizirik é Pesquisador Sênior do referido Instituto.

As opiniões expressas neste artigo refletem pontos de vista dos autores, e não necessariamente do IBMEC.

cação, particularmente no caso da regulação norte-americana, constitui verdadeira obsessão da SEC). Na realidade, há razões econômicas importantes ligadas aos objetivos da regulação do mercado de capitais. Um dos objetivos essenciais dessa regulação é o de buscar a eficiência na determinação do valor dos títulos negociados em Bolsa. Assim, quanto mais rápida for a reação da cotação dos títulos às novas informações – desde que fidedignas – mais eficiente será o mercado (João Regis [10]). O ideal então é que a cotação de determinada ação reflita, apenas, todas as informações *publicamente* disponíveis em um dado momento. Isto pode ser obtido mediante uma legislação que promova uma ampla política de prestação de informações pelas empresas listadas em Bolsa (o chamado princípio de **disclosure**).

A ampla política de divulgação de informações completa-se, porém, com um segundo princípio, dela decorrente: as informações devem ser tornadas acessíveis a todos ao mesmo tempo, sem que *qualquer pessoa* possa utilizá-las, em proveito próprio ou de outrem, antes de sua divulgação. É com base em tal noção que se procura combater, então, o privilegiamento de informações, conhecido nos EUA e Inglaterra como **insider trading**. É inegável, porém, que uma política eficaz de abertura de informações está profundamente vinculada às tradições comerciais e mesmo ao ambiente sócio-político de países nos quais o ato de informar, em qualquer de seus níveis, é visto como um dever social e não apenas como uma obrigação legalmente sancionada.

Como combater o privilegiamento de informações? A experiência mais relevante, em Direito Comparado, é ainda a da legislação federal sobre o mercado de capitais norte-americano. Há duas normas importantes de restrição às operações do **insider**. Em primeiro lugar, o art. 16 da Lei de 1934 (Securities Exchange Act) estabelece a proibição às **short trade transactions**. Impõe aos administradores, diretores e quaisquer pessoas que detenham, direta ou indiretamente, mais de 10% das ações de uma companhia cotadas em Bolsa a obrigação de remeter à SEC informações relativas ao número de ações possuídas, no prazo de dez dias contados a partir da data em que assumiram tal posição; devem notificar também qualquer modificação no montante de ações que possuem.

Qualquer das pessoas citadas perde todo o lucro obtido, em favor da sociedade emissora, nas operações de recompra ou revenda das ações dentro de um período de seis meses a contar da data da compra ou venda. Cabe à sociedade emissora ajuizar a ação judicial para cobrar tal quantia; se ela não o fizer, qualquer acionista tem legitimidade para propor a ação. Nesses casos o acionista entra com uma *ação indireta* (**derivative suit**), que beneficiará basicamente a sociedade. Os grandes interessados na proposição desse tipo de ação são os advogados. Há mesmo alguns que se especializaram em conferir as relações de **insiders**, divulgadas pela SEC, para verificar se ocorreu alguma **short trade transaction**; em caso afirmativo procuram algum acionista desta sociedade para propor a ação.

A norma mais importante na legislação norte-americana contra abusos econômicos decorrentes do uso privilegiado de informações é aquela contida na Regra 10 B-5, que declara ilegal a conduta de qualquer pessoa que, ao negociar com ações, preste declarações falsas ou incorretas, ou omita um **material fact**. (Por **material fact** a jurisprudência entende qualquer fato a ser considerado por um investidor médio ao efetuar transações com ações.) A SEC, após a promulgação desta regra, começou a atuar diretamente, punindo os transgressores, tendo mais tarde passado a agir indiretamente, como **amicus curiae** (assessor dos juízes), coadjuvando as ações judiciais movidas por investidores prejudicados. Neste sentido foi de grande importância o papel da jurisprudência ao preencher esta regra de conteúdo propositadamente vago. A aplicação das leis, via ações judiciais privadas, é considerada pela própria SEC como de grande importância. A prática norte-americana permite a atuação dos advogados como uma espécie de empresários no negócio de promoverem ações judiciais contra os infratores da lei. Isto é possível principalmente porque as *ações de classe* permitem ao advogado propor uma ação em favor não só de seu cliente, mas também de um grande número de potenciais clientes na mesma situação, que não procuram advogado. Como os honorários do advogado serão fixados com base no montante de dinheiro que ele conseguir recuperar para todos os acionistas da mesma classe, isto constitui um incentivo considerável à sua atuação.

Um caso importante, no sentido de tornar mais abrangente a definição de **insider**, foi o Cady, Roberts. Nesse caso, Roberts, sócio de uma corretora, vendeu ações da Curtiss-Wright Corporation na Bolsa de Valores de Nova Iorque, de contas administradas em bases discricionárias (incluindo a conta de sua esposa), depois de saber pelo diretor da Curtiss-Wright que a empresa reduziria seus dividendos trimestrais, sendo que tal notícia só foi divulgada pelos jornais alguns dias após a transação.

A SEC, então, emitiu um parecer buscando estender a obrigação imposta na Regra 10 B-5 a outras pessoas, além daquelas consideradas como **insiders** nos termos do art. 16 da Securities and Exchange Act. Assim, considerou que os funcionários, administradores e controladores das companhias não esgotavam a classe dos **insiders**, podendo também enquadrar-se nesta classificação pessoas que, não vinculadas funcionalmente à companhia, tivessem acesso privilegiado a determinadas informações. Assim, a obrigação contida na Regra 10 B-5 seria fundamentada em dois elementos:

a) a existência de um relacionamento qualquer, dando acesso direto ou indireto a informações que deveriam estar ou publicamente disponíveis ou mantidas em absoluto sigilo;

b) a deslealdade envolvida, pela qual uma das partes leva vantagem na transação unicamente por conhecer a informação, sabendo que ela não estará disponível à outra parte (R. Mundheim [7]).

O caso judicial mais famoso, o da SEC **versus** Texas Gulf Sulphur, ocorreu alguns anos mais tarde. Tendo esta empresa feito, em 12 de novembro de 1963, descobertas consideradas *materiais* pela SEC — quando conseguiu, mediante perfurações numa área do Canadá, grande quantidade de zinco e cobre — somente divulgou-as cinco meses mais tarde. Nesse ínterim alguns funcionários, mais e menos graduados, bem como parentes e amigos de tais funcionários, compraram ações da Texas Gulf. Na decisão final, favorável à SEC, a Corte firmou o conceito de *materialidade*, estabelecendo que fato *material* é todo aquele que pode ser considerado importante para um investidor racional, e que poderia ter afetado o preço da ação. Assim, no conceito de *materialidade* deveriam ser incluídas não apenas informações sobre lucros ou dividendos de uma companhia, mas também fatos que possam afetar o futuro da companhia ou o desejo dos investidores de comprar, vender, ou manter suas ações.

É oportuno concluir sobre a experiência norte-americana que não se deve atribuir a eficácia do combate ao uso privilegiado de informações apenas ao resultado de uma posição ativa por parte dos minoritários na luta por seus direitos.

A bem da verdade, deve-se dizer que há nos EUA uma máquina atuante em defesa dos interesses dos minoritários. Em primeiro lugar, a SEC, por considerar o minoritário como o maior bem econômico do mercado de capitais, busca protegê-lo com firme determinação. Em segundo lugar, o Poder Judiciário já criou um acervo de jurisprudência que lhe permite absorver as demandas contra abusos econômicos resultantes de uso privilegiado de informações. Em terceiro lugar, o próprio porte do mercado viabiliza a presença de uma poderosa indústria disseminadora de informações ao sistema acionário. E, finalmente, existe uma verdadeira indústria privada de advogados que, atuando a nível empresarial, permite que os minoritários, mesmo se passivos, sejam dotados de instrumentos efetivos que os protejam contra prejuízos decorrentes de abusos econômicos. Em conseqüência convive o mercado de capitais norte-americano com dispositivos que buscam promover a existência de um mercado justo no que se refere ao acesso eqüânime a informações, premissa básica para preservação da credibilidade do público investidor. Assim, com base em análise de custo-benefício, o minoritário nos EUA detém vantagens econômicas que viabilizam o seu ressarcimento por eventuais perdas e danos sofridos face a abusos econômicos exercidos por aqueles em condições privilegiadas de uso de informações. O antídoto, pois, adotado nos EUA como política contra o **insider trading**, é o de elevar os custos das infrações, visando inibir a efetivação desses abusos.

Também na legislação societária francesa, identifica-se a tendência de *alargar* o conceito de **insider**. Pela Lei de Sociedades de 1966 (art. 162.1 da Lei 66-537), eram considerados **insiders** (na França, **initiés**), o presidente, os diretores e os membros dos órgãos de administração ou fiscalização, bem como certos empregados que, em razão de sua posição funcional, poderiam ter acesso a informações confidenciais da companhia. A Lei 70-1208, de 1970, aumentou bastante o âmbito da regulação, ao considerar como **insiders** não apenas as pessoas mencionadas acima, mas também todas as outras que no exercício de suas atividades profissionais tenham acesso a certas informações privilegiadas sobre circunstâncias técnicas, comerciais ou financeiras da companhia. A Lei proíbe tais pessoas de realizar transações em Bolsa, direta ou indiretamente, fazendo uso de informações privilegiadas antes de sua publicidade. As penalidades pela infração a este preceito são: reclusão por um período de dois meses a dois anos e/ou multa de cinco mil a cinco milhões de francos.

Conforme o Secretário Geral da Comissão de Operações de Bolsa, esta definição mais abrangente de **insider** deveria incluir empregados da companhia, banqueiros, consultores de investimentos, funcionários públicos, etc. (Cf. G. Mourre [6]). A COB (Commission des Opérations de Bourse — Comissão de Operações de Bolsa), em um documento público de março de 1974 (COB [1]), enfatizou que a proibição ao **insider trading** também se dirigia às transações por conta própria efetuadas pelos intermediários financeiros, tais como bancos, corretoras e pessoal de seu **staff**. Assim, os intermediários financeiros devem não só abster-se de realizar tais transações, como também assegurar-se de que seus funcionários não as pratiquem.

Há então na França, claramente, duas categorias de **insiders**: *a*) aqueles que realmente estão, em termos funcionais, *dentro* da companhia; e *b*) aqueles que, embora *fora* da companhia, têm, no exercício de suas atividades profissionais, acesso a informações privilegiadas. Nesse sentido o Tribunal de Paris, em decisão de 12/05/76 (COB [2, p. 92]), condenou um jornalista financeiro que, após recolher em entrevistas com os diretores de uma companhia, informações não-disponíveis publicamente, utilizou-as para comprar em Bolsa ações daquela companhia, antes de revelá-las aos seus leitores. Após a publicação de seu artigo, que continha notícias favoráveis sobre a companhia, vendeu as mesmas ações com razoável lucro. O Tribunal condenou-o a dois meses de prisão, com direito a **sursis**.

No Brasil, até o advento da nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404, de 15/12/76), não estava estabelecido com clareza um sistema legal de repressão ao privilegiamento de informações. O próprio princípio do **disclosure** sempre apresentou problemas na sua aplicação, talvez por se ter tentado adaptar o sistema norte-americano de divulgação de informações ao nosso contexto, reconhecidamente bastante diverso. Na realidade, possuíamos determinadas normas estabelecendo quais as informações a serem prestadas pelas companhias que recorrem ao mercado (as anteriormente denominadas Sociedades Anônimas de Capital Aberto, agora Companhias Abertas). Porém, uma observação mais acurada da legislação específica (basicamente Resoluções 88 e 214) nos mostra que havia uma concentração de exigências de informações por parte da autoridade reguladora (então, o

Banco Central) quando da emissão de valores mobiliários, da mesma forma que ocorre no sistema norte-americano. Isto ocorria a despeito do fato de nosso mercado primário, quanto à oferta pública, ter sido sempre atrofiado – desproporcional, mesmo, ao desenvolvimento dos negócios no mercado secundário, no mercado de Bolsa. Na realidade não se estabeleceu legalmente com clareza qual deveria ser o fluxo de informações prestadas pelas companhias listadas em Bolsa. Tinham elas apenas, quando se registrassem no Banco Central, nos termos do Regulamento Anexo à Resolução 88, de 30/01/68, que instruir o requerimento de registro com o "compromisso formal de revelarem prontamente ao público as decisões tomadas pela Diretoria e pela Assembléia Geral com relação a dividendos, direitos de subscrição ou outros elementos relevantes que possam afetar o preço dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão, ou ainda influenciar as decisões dos investidores". As informações a serem prestadas pelas companhias listadas em Bolsa eram, então, exigidas principalmente pelas Bolsas de Valores, sabidamente com pouco poder de coerção, e numa base **ad hoc**.

Na Lei 6.404 estabelece-se para os administradores de Companhias Abertas o dever de informar. Assim, o § 4º do art. 157 dispõe que os administradores de Companhia Aberta devem comunicar imediatamente à Bolsa de Valores e divulgar pela imprensa "(. . .) qualquer deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou *fato relevante em seus negócios*, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia" (grifo nosso). Trata-se de uma obrigação de extrema importância, uma vez que só seu cumprimento poderá assegurar um **disclosure** instantâneo e atualizado.

A obrigação de **disclosure** instantâneo, prevista no art. 157, § 4º, está consubstanciada em uma norma jurídica bastante ampla, e com alguns contornos ainda definidos. Trata-se de um **standard** jurídico, e não propriamente de uma definição legal, devendo ter, conseqüentemente, *preenchido* seu conteúdo pelos tribunais. Assim, vale indagar, em primeiro lugar, qual o momento adequado para a revelação das informações. A lei diz: "comunicar *imediatamente* à Bolsa de Valores (. . .)". A comunicação, a fim de ser aproveitada por todos os participantes do mercado, deve ser feita à Bolsa de Valores *antes* do início do pregão, cabendo a esta divulgá-la, no recinto do pregão, tal como a recebeu dos administradores. É aos administradores da companhia que cabe a responsabilidade pela comunicação ou não das informações à Bolsa e sua divulgação pela imprensa, bem como pela sua veracidade.

Temos, além disso, o conceito de *fato relevante*. Nos termos de lei, *fato relevante* é qualquer fato ocorrido nos negócios da companhia, capaz de influir, de *modo ponderável*, na decisão dos investidores de comprar ou vender seus títulos. Na

realidade, adotou-se aqui a noção de **material fact** da legislação federal norte-americana, que mencionamos anteriormente. Não caberia na lei uma enumeração de *fatos relevantes*, a não ser que o fizesse a título exemplificativo (é o que ocorre na legislação argentina, que enumera, no art. 41 da Resolução Geral nº 21/71 da Comissão Nacional de Valores, alguns exemplos, do que seja "acto positivo o negativo que no sea habitual que por su importancia puede afectar el normal desenvolvimento de las sociedades, el curso de las cotizaciones de sus valores en el mercado o influenciar decisiones sobre inversiones"). Uma lista taxativa de *fatos relevantes* seria certamente superada rapidamente pela própria dinâmica do mercado. Assim, preferiu-se adotar um conceito amplo, que deverá também ser preenchido gradativamente, diante de casos concretos, mediante a formação de uma jurisprudência nesse setor.

Temos aqui, ademais, uma norma cogente (obrigatória), que cria para os administradores um dever jurídico, correspondente ao direito subjetivo de todos os investidores do mercado de tomarem conhecimento dos fatos. O não-cumprimento da obrigação pode acarretar a aplicação de penalidades administrativas pela Comissão de Valores Mobiliários, bem como a responsabilidade civil dos administradores, pedida em ação judicial própria por todos os prejudicados pela não-divulgação das informações. O § 5º do art. 157 possibilita aos administradores deixarem de divulgar as informações relevantes caso haja risco para a companhia, cabendo porém à CVM, em tais casos, decidir sobre a prestação de informações e, se julgar necessário, responsabilizar os administradores. Acreditamos que na prática a evolução natural dos fatos deverá fazer com que as Companhias Abertas desenvolvam canais adequados de comunicação com a Comissão de Valores Mobiliários, para que possam saber, diante de casos concretos, se deve ou não haver a divulgação das informações. É conveniente lembrar, porém, que sempre haverá uma margem de incerteza, uma vez que uma decisão da CVM no sentido de não ser necessária a divulgação de certos fatos não impede a posterior propositura de ações judiciais de investidores contra os administradores, desde que provem que o fato era relevante, de molde a influir em sua decisão de investimento, e que sua divulgação não causaria maiores riscos à companhia. Daí o princípio, firmado para maior garantia dos próprios administradores, de que, em caso de dúvida, *divulgue-se*, ao contrário do que vem ocorrendo na prática em nosso mercado de capitais.

O dever de informar, já mencionado, que consagra o princípio do **disclosure** ao nível do mercado secundário de ações, é completado pela proibição ao privilegiamento de informações. Assim, o § 1º do art. 155 da Lei 6.404 dispõe que o administrador de Companhia Aberta deve "guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários". Temos aqui

também uma norma cogente, obrigatória, a criar dois deveres jurídicos para o administrador: primeiro, o de guardar sigilo (em outras palavras: ou divulga publicamente a notícia, ou impede o seu conhecimento a quem quer que seja); segundo, o de não utilizar, em proveito próprio ou de qualquer outra pessoa, esta informação para comprar ou vender valores mobiliários. Neste segundo dever é que está consubstanciada a norma de proibição ao **insider trading**. Ocorrendo a violação, cabe à CVM, após o inquérito administrativo adequado, aplicar, se for o caso, qualquer das penalidades enumeradas no art. 11 da Lei 6.385, de 7/12/76: advertência, multa, e suspensão ou inabilitação para o exercício do cargo de administrador de Companhia Aberta. Ademais, cabe aos prejudicados por tal transação, receber indenização pelas perdas e danos sofridos. Deve-se lembrar, porém, que a indenização não pode ser pleiteada pela CVM, mas sim pelas pessoas lesadas, mediante ação judicial própria. É inegável que a CVM, se tiver realizado um inquérito administrativo e divulgado, publicamente, seus resultados, poderá fornecer importantes elementos de prova, reconhecidamente difíceis de serem levantados apenas pelos particulares. Ademais, esta Agência poderá intervir na lide, como **amicus curiae**, assistindo o juiz, na apreciação dos fatos e das normas jurídicas aplicáveis, uma vez que esteja legalmente investida de tal faculdade (ao que parece, já há projeto de lei nesse sentido).

A Lei dispõe, ademais, que o administrador deve zelar para que tal infração não ocorra através de subordinados ou terceiros de sua confiança (§ 2º do art. 155). Caso isto ocorra, cabe da mesma forma a aplicação de penalidades pela CVM e a ação de indenização promovida pelos prejudicados, ambas contra o infrator e o administrador. Conforme vimos, a Lei estabelece mecanismos de combate ao privilegiamento de informações, concentrando-se, porém, na figura do administrador.

A conscientização pública no Brasil da necessidade de se protegerem os acionistas minoritários coincide com todo o processo de discussão da nova Lei das S.A. e da criação da Comissão de Valores Mobiliários. Louve-se, de um lado, a iniciativa do Governo de prover amplos debates sobre os anteprojetos destes novos documentos legais, e, de outro, a contribuição polêmica gerada por sistemáticos pronunciamentos do presidente da Comissão Nacional das Bolsas de Valores.

Entretanto, é sempre bom lembrar que qualquer ação movida por minoritários visando a reparação por perdas e danos deve ser decidida nos tribunais. A não-vivência dos nossos tribunais em demandas desta natureza certamente explica o porquê de algumas das questões levantadas nos últimos anos terem sido resolvidas por acordos privados entre as partes (N. Eizirik e A. Bastos [3]).

Uma destas questões – que inclusive mereceu ampla divulgação pela imprensa – constituiu o *Caso Kibon*, o qual apresentava boa possibilidade de se transformar no carro-chefe brasileiro contra o uso privilegiado de informações (H. Mendonça Netto [4]). O *Caso Kibon* era relativamente simples, envolvendo poucas operações e apontando fortes indícios de uso privilegiado de informações. Como as perdas envolvidas eram de pequeno montante em relação ao objetivo da Oferta Pública de Compra, o acordo privado foi uma conseqüência natural porém de marcante efeito incentivador para o exercício do **insider trading**: os minoritários vendedores foram reembolsados pela diferença de preços por parte do acionista majoritário da Kibon, e os eventuais privilegiados compradores foram "esquecidos" e conseqüentemente premiados com lucro e anonimato.

O *Caso Kibon* não envolvia qualquer componente emocional, talvez se constituindo em um simples episódio de abuso econômico por uso privilegiado de informações. O combate ao privilégio de acesso a informações no mercado acionário brasileiro demandará tempo, uma vez que sua efetivação será iniciada na medida em que se conseguirem casos exemplares devidamente julgados no Poder Judiciário. Até que ponto foi o *Caso Kibon* uma boa oportunidade não-aproveitada?

O *Caso Petrobrás* já vem, aliás, provocando discussão sobre algumas situações de fato que poderiam escapar às normas legais. Cabe lembrar, inicialmente, que as normas anteriormente mencionadas aplicam-se aos conselheiros e diretores da companhia (art. 145). A Lei não adotou, então, a tendência no sentido de *alargar* o conceito de **insider**. Assim, o acionista controlador não está expressamente proibido por Lei de utilizar informações confidenciais da companhia em proveito próprio. Com efeito, tal prática não está incluída entre aquelas mencionadas no art. 117 como modalidades de exercício abusivo de poder. Trata-se de evidente omissão, que pode, no entanto, ser corrigida pelos tribunais. Em primeiro lugar, o § 1º do art. 117, ao tratar das modalidades de exercício abusivo de poder, não as esgota. Trata-se de enumeração exemplificativa, conforme reconhece a Exposição de Motivos que acompanha a Lei. Em segundo lugar, já se começa a esboçar, na jurisprudência, movimento no sentido de estender ao controlador (reconhecido como *diretor de fato*) obrigações estabelecidas em Lei apenas para os diretores da companhia[1].

O problema maior diz respeito às transações efetuadas por intermediários financeiros ou profissionais do mercado, com base em informações confidenciais da companhia, as quais tenham obtido em razão do exercício de sua profissão. Trata-se de caso omisso na legislação. Conforme apontou com bastante acuidade a CVM, em nota divulgada em 22/3/78, não se pode confundir manipulação com **insider trading**, embora ambos possam aparecer juntos. No primeiro caso há divulgação de matéria sobre valores mobiliários ou sobre a companhia, visando criar um *mercado*

---

[1] Veja, a esse respeito, decisão do Supremo Tribunal Federal, de 21/5/76, publicada na Revista Trimestral de Jurisprudência [9].

falso, isto é, um mercado em que as cotações dos papéis não reflitam a verdade dos fatos. No segundo caso, não há qualquer divulgação, mas sim omissão de informações. No caso de manipulação de preços, tal como definida no art. 89 da Resolução 39, de 20/10/66, cabe a aplicação de penalidades pela CVM, também com base no art. 11 da Lei 6.385. O problema, ainda assim, é que a definição de manipulação de preços contida na Resolução 39 é demasiadamente estreita, pois exige que o autor ou veiculador das matérias:

a) receba ou tenha a receber pagamento da sociedade, administradores ou dos distribuidores dos valores mobiliários; ou

b) esteja direta ou indiretamente ligado à sociedade, como diretor, conselheiro, empregado, prestador de serviços ou acionista que influa em seu controle.

Torna-se necessário, então, alargar tal definição, para que nela possam ser também incluídas pessoas não-vinculadas de qualquer maneira à companhia listada em Bolsa, mas que obtenham lucros a partir da divulgação de notícias falsas ou tendenciosas, que provocam baixa ou alta na cotação dos títulos em Bolsa.

Cabe também analisar a figura do especulador. A teoria das finanças aponta que a análise gráfica (gráfico de barra, ponto-figura) só é eficaz quando o mercado acionário é ineficiente, fato que pode explicar a ampla utilização destas técnicas no Brasil (J. Miranda et alii [5] e João Regis [10]). Como diferenciar o especulador do **insider** é uma questão a ser esclarecida nos tribunais caso se consiga criar o hábito de ações judiciais movidas por minoritários. Acreditamos que somente a CVM, na figura de **amicus curiae** – em decorrência de seu parecer técnico de alta credibilidade pública – possa convencer os tribunais, por razões de mercado, da ocorrência de abusos econômicos por uso privilegiado de informações. Aqui uma vez mais pode-se observar a necessidade de se conseguirem *casos exemplares* nos tribunais; do contrário, será muito difícil provar-se a condição de **insider** por se confundir, *a olho nu*, com a de especulador, este último agente também importante em mercados onde se verifica a preocupação de se prover princípios de acesso eqüânime a informações.

No caso, porém, em que intermediários financeiros, profissionais do mercado, ou quaisquer outras pessoas têm acesso a informações privilegiadas sobre a companhia e utilizaram-nas em proveito próprio, não há normas jurídicas que reprimam diretamente tal transação. O único caminho possível é provar alguma relação com determinado administrador da companhia, o que pode ser um empecilho intransponível em alguns casos. Por outro lado, é inegável que um dispositivo que proibisse *qualquer pessoa* de utilizar informações privilegiadas em proveito próprio dificilmente caberia dentro de uma lei de sociedades anônimas. Deveria estar contido,

isto sim, na legislação específica do mercado de valores mobiliários, na Lei 6.385, ou em Resoluções que venham a ser baixadas regulando este mercado.

De qualquer forma, é necessário tornar claro que a própria noção de **insider** deve ser estendida a fim de incluir não apenas aqueles que, funcionalmente, estão *dentro* da companhia, mas todos aqueles que, mesmo *fora*, tenham acesso e utilizem informações confidenciais, ainda não-divulgadas para o conhecimento do mercado. Trata-se de implementar o princípio, antes mencionado, da igualdade de acesso às informações, as quais, como se sabe, têm um *valor econômico* bastante significativo em um mercado de capitais, notadamente quando de pequeno porte e com fortes tendências especulativas.

No alargamento do conceito, particular atenção devem merecer os profissionais do mercado. No *Caso Petrobrás*, mencionou-se a possibilidade de estarem sendo efetuadas transações em nome de agentes autônomos de investimento. Cabe lembrar que, por força da Resolução 238, de 23/11/72, estão estes profissionais proibidos de praticarem operações para seus clientes em seu próprio nome[2].

Às observações mais gerais até aqui mencionadas, cumpre agregar mais algumas diretamente voltadas para o caso envolvendo as transações recentes com as ações da Petrobrás. Em primeiro lugar, é inegável que a Comissão de Valores Mobiliários está profundamente empenhada em descobrir toda a verdade sobre tais transações. Isto parece revelar sua real preocupação com o grave problema do privilegiamento de informações. Se a relação de todas as pessoas que negociaram com as ações da Petrobrás será ou não divulgada pela CVM (o que é legalmente possível) não é a questão mais relevante. Na realidade, tal divulgação pode mesmo causar um indevido efeito inibidor sobre o mercado. O importante é que a CVM chegue a determinadas conclusões no exercício de inquérito administrativo e divulgue-as ao público, para que sejam tomadas posteriormente, se for o caso, medidas punitivas ou de reparação de danos.

Por outro lado, deve ficar claro que a discussão assume uma relevância maior pelo fato de estarem envolvidas ações que representam uma parcela substancial do mercado de Bolsa. Não se deve aproveitar este episódio para eventuais campanhas contra as empresas públicas, em geral, ou mesmo contra uma empresa em

---

2 Veja, nesse sentido, decisão de 4/6/74 do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, publicado na Revista Trimestral de Jurisprudência [8]. No acórdão citado, o Tribunal, interpretando o inciso VI, b da Resolução 76, de 22/11/67, assim decidiu: "Ao agente financeiro é vedada a prática de negócios em seu próprio nome (. . .) Não é ele profissional liberal, (. . .) não tendo liberdade e competência para realizar operações e administrar negócios financeiros".

particular, cujo prestígio e importância econômica não devem estar em jogo. Com efeito, cumpre distinguir sempre a Empresa de seus **insiders**.

Não se deve finalmente esquecer que a tarefa de desenvolver um mercado acionário demanda uma série de precondições na órbita político-institucional, uma vez que necessário se faz uma organização institucional que possua os instrumentos legais adequados para o funcionamento apropriado do mercado de capitais. Sendo um mercado extremamente sensível à confiança do público em seu correto e fidedigno funcionamento, necessita-se de um quadro de boa conduta legal, ética e comercial por parte de suas instituições e agentes, além de uma ampla, precisa e atualizada oferta de informações. Assim é essencial uma política governamental explícita para o seu fortalecimento, caracterizada por uma firmeza de convicções e estabilidade nas regras do jogo, tomando medidas coerentes com o objetivo do desenvolvimento futuro do mercado de capitais.

Os fatos que retratam o caso da Petrobrás estão farta e cronologicamente registrados na imprensa. Zelar pelos direitos dos minoritários consagra a receita maior para construção de uma economia pluralista representada por uma legião de investidores individuais. Resta, pois, esperar a divulgação pública dos resultados dos inquéritos administrativos que estão sendo conduzidos pela Comissão de Valores Mobiliários para que se possa mensurar – em etapa subseqüente, nos Tribunais – a eficácia no Brasil do combate ao uso privilegiado de informações.

BIBLIOGRAFIA

1 COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE. *Les intermediaires financiers et les opérations de Bourse.* Paris, 1974.

2 ---. *Neuvième Rapport;* année 1976. Paris.

3 EIZIRIK, Nelson Laks & BASTOS, Aurélio W. *A jurisprudência sobre a lei das S.A. e instituições financeiras.* Rio de Janeiro, IBMEC [Pesquisa em andamento]

4 MENDONÇA NETTO, Horacio de. O Caso Kibon e a responsabilidade social das bolsas de valores. *Gazeta Mercantil,* São Paulo, 6 e 8 ago. 1977.

---.---. *Jornal do Brasil,* Rio de Janeiro, 26 jul. 1977. Caderno Especial.

5 MIRANDA, Ivan Vicente Janvrot de et alii. A técnica ponto-figura: um estudo de adequação ao mercado de ações no Brasil. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais,* Rio de Janeiro, IBMEC, v. 1, n. 0, pp. 95-143, set./dez. 1974.

6 MOURRE, Gilbert. In: LONDON CONFERENCE ON INSIDER TRADING, Abr. 3-4, 1975 *Apud* RIDER, Barry A. K. & FRENCH, H. Leigh. The regulation of insider trading in corporate securities in France. *International and Corporative Law Quarterly,* London, Inst. of International and Corporative Law, v. 26, pp. 619-42, July 1977.

7 MUNDHEIM, Robert H. Regulação do mercado de títulos nos Estados Unidos. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais,* Rio de Janeiro, IBMEC, v. 2, n. 5, pp. 189-214, maio/ago. 1976.

8 REVISTA TRIMESTRAL DE JURISPRUDÊNCIA. Rio de Janeiro, Dep. Imp. Nacional, v. 35.

9 ---. Rio de Janeiro, Dep. Imp. Nacional, v. 78.

10 SANTOS, João Regis Ricardo dos. *Um estudo sobre o sistema de informações ao mercado acionário.* Rio de Janeiro, IBMEC [Versão preliminar]

Edições IBMEC

Nº	Título	Preço
011	Introdução à Análise Contábil e Financeira	70,00
025	Fundos de Pensão	70,00
026	Sistema Financeiro da Habitação	60,00
027	Mercado de Ativos Financeiros no Brasil	80,00
028	Public Debt Management and Monetary Policy in Brazil	45,00
029	Política Monetária e Dívida Pública	85,00
032	Commodities — O Preço do Futuro	70,00
033	O Mercado de Capitais no Japão	60,00
036	História Monetária do Brasil	70,00
037	Os Investidores Institucionais no Brasil	70,00
041	Perfil do Investidor no Mercado de Ações	160,00
042	Crédito ao Consumidor	70,00
044	O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais	70,00
046	Mercado Aberto e Política Monetária	70,00
047	Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico	150,00
049	A Influência da Correção Monetária no Sistema Financeiro	100,00
050	El Papel Del Estado en la Regulación del Mercado de Capitales	80,00
051	História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro	200,00
053	História do Rio de Janeiro (Do Capital Comercial ao Capital Industrial e Financeiro) (2 Volumes)	250,00

Nas Principais Livrarias ou Pelo
Reembolso Postal
INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS
(Deptº R-9)
Av. Beira Mar s/nº — Anexo ao MAM — CP. 6047 — CEP 20.000 — RJ

Regulação de Títulos de Empresas no Reino Unido — Os Méritos da Auto-Regulação*

Barry Alexander K. Rider e
Elaina J. Hew**

Tradicionalmente a regulação da indústria de títulos britânica ficou tão somente a cargo de várias organizações e órgãos atuantes da indústria. Com o crescimento dessa indústria, sua internacionalização e o gradual colapso das barreiras sociais e de classes na City, muitas pessoas questionaram a permanência do sistema de auto-regulação privada.

Neste artigo buscamos mostrar em linhas gerais o atual esquema de supervisão legal e auto-regulatória da indústria de títulos britânica. Procuramos também apresentar algumas das sugestões mais importantes para o desenvolvimento do atual sistema. Também mencionamos medidas recentes adotadas pelo Governo britânico a fim de aperfeiçoar o sistema atual sem alterar a forma de supervisão auto-regulatória. Finalmente, relacionamos as supostas vantagens e desvantagens da auto-regulação da indústria de títulos e nos aventuramos a sugerir o estabelecimento de um novo esquema de regulação.

1. Introdução

A confiança do público de um determinado país em seu mercado de capitais é um pré-requisito óbvio e vital para a manutenção de mercados primário e secundário viáveis e eficientes. A importância da confiabilidade do público na indústria de

* Título original: "Corporate Securities Regulation in the United Kingdom — The Merits of Self-Regulation". Tradução de Lilia Zanetti Freire.

** Barry Alexander K. Rider é Ph. D. (Lond.); Professor do Jesus College e Girton College, University of Cambridge; Presidente do British Institute of Securities Laws e Coordenador de Pesquisas do C.A.B.E. Elaina Joy Hew é LL.B (Hons.), LL.M. (Lond.); Advogada do Grey's Inn; Diretora Assistente do British Institute of Securities Laws e Assistente de Pesquisas do C.A.B.E.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade dos autores, não representando, necessariamente, as opiniões do British Institute of Securities Laws ou da C.A.B.E.

títulos e naqueles profissionalmente ligados a esta é, do mesmo modo, inquestionável[1*]. Recentemente, entretanto, vem ocorrendo uma tomada de consciência crescente de que nem tudo está ocorrendo tão bem quanto poderia no mercado de títulos britânico, com uma conseqüente diminuição no grau de confiabilidade por parte do investidor público e privado.

Não é nosso objetivo neste trabalho avaliar se realmente houve ou não um aumento no número de abusos cometidos[2]. Todavia, não se pode negar que, nos últimos anos, um número considerável de abusos tornou-se público. Este fato pode indicar que ou o sistema de aplicação da lei vem se tornando ineficiente ou mais eficiente na descoberta desses abusos. Independentemente dessas duas premissas, tem havido muitas discussões sobre a possibilidade de o atual sistema de regulação britânico ser ou não eficaz o suficiente para enfrentar adequadamente os abusos que, de fato, ocorrem. A par destes fatos, procederemos a uma breve análise da estrutura existente e das sugestões atuais para modificações e reformas.

O esquema operacional para aplicação de leis referentes a companhias e a títulos envolve uma complexa teia de agências reguladoras – legais, oficiais e interrelacionadas – administrando leis e Resoluções, e de agências reguladoras extrajudiciais administrando seus próprios códigos e procedimentos regulatórios. A fim de se obter uma visão completa da estrutura reguladora britânica, é necessário considerar não só as autoridades legais oficiais, operando na área do Direito de Sociedades e títulos, mas também as instituições não-oficiais e extrajudiciais.

2. Autoridades Legais-Oficiais

2.1. Departamento de Comércio[3]

O órgão mais importante nesta área é, sem dúvida, o Departamento de Comércio, em particular a Divisão de Companhias. Como é de se esperar, uma grande parte do trabalho empreendido por esta Divisão e por suas principais subsidiárias, tais como o Escritório de Registro de Companhias e a Tesouraria Oficial tem um caráter rotineiro[4]. Talvez o aspecto mais interessante e atualmente de maior relevância do trabalho das Divisões no campo da aplicação da lei é o que diz respeito à investigação e inspeção de empresas. O Conselho de Comércio e seus sucessores foram, há bastante tempo, autorizados a investigar os negócios de uma empresa através de nomeação de inspetores[5]. Mais recentemente, o Departamento foi autorizado a investigar em benefício próprio, sem a nomeação formal de inspetores. Embora o valor de relatórios de inspetores publicados tenha sido questionado no passado, nos últimos anos este instrumento desempenhou papel significativo na

* As notas de rodapé se encontram no final deste artigo (Nota do Editor).

divulgação de escândalos ocorridos em empresas, em particular na área de **insider trading**, empréstimos a diretores e violações ao artigo 54 da Companies Act de 1948[6].

Este Departamento, entretanto, tem tradicionalmente hesitado em nomear inspetores, em circunstâncias nas quais tal nomeação teria sido justificada, baseando-se no fato de que a divulgação adversa – necessariamente resultante de tal atitude – prejudicaria mais que beneficiaria do ponto de vista da empresa e seus investidores[7]. Em conseqüência, quanto maior a relutância do Departamento, maior a suspeita, quando havia realmente uma nomeação. Em essência, o poder de nomeação foi considerado como uma ameaça **in terrorem**. A Comissão Cohen[8] observou:

> *"(. . .) em muitos casos a nomeação de um inspetor poderia levar os diretores com assento no Conselho de Comércio a satisfazer às reivindicações dos acionistas".*

Não importa se por esta razão ou por outras (não tão justificadas e questionáveis) o Departamento foi notoriamente relutante em exercer seus poderes legais[9]. De fato, mesmo em 1928, Llewellyn Smith comentava que "o Conselho de Comércio. . . tem sido mais um espectador vigilante que um supervisor contínuo"[10]. Este fato resultou, de modo aceitável talvez, em uma considerável inquietação pública e numa profunda preocupação no Parlamento[11]. A abordagem do Departamento foi habilmente resumida por Sir R.J.W. Stacy, Sub-secretário da Divisão de Companhias[12], como se segue:

> *"(. . .) a razão para nomear um inspetor é (. . .) descobrir fatos que não podem, de outro modo, se tornar públicos e não interferir na administração ou agir como um árbitro entre partes litigantes".*

Os Tribunais atentaram para o fato de que o poder do Departamento para nomear inspetores foi negligenciado e, recentemente, criticaram publicamente a atitude do Departamento. Lord Denning M.R. comentou, a respeito do caso *Wallesteiner* **versus** *Moir*[13], que Moir foi desencorajado ao recorrer ao Departamento que "sugeriu que ele tinha recursos nos tribunais", donde se infere que a nomeação de um inspetor seria feita apenas como último recurso. Nos trâmites iniciais deste mesmo litígio, Scarman afirmou que,

> *"(. . .) o caso ilustra a necessidade de uma profunda reavaliação dos processos disponíveis sujeitos às nossas Leis, para investigação e determinação de problemas relacionados ao controle e uso de fundos de empresas por parte de diretores e outros em posição de determinar sua aplicação"*[14].

O Secretário de Estado do Comércio e Indústria, em resposta a uma pergunta feita por Arthur Lewis (membro do Parlamento), descreveu o procedimento do Departamento de Comércio no que diz respeito à nomeação de inspetores. Exige-se que o requerente apresente uma exposição dos fatos definindo, amplamente, a base para o requerimento e as razões para a nomeação. Caso o requerente concorde, a declaração é enviada aos diretores da empresa para que façam seus comentários, porém é provável que em todos os casos os diretores sejam contactados pelo Departamento para maiores informações[15]. Embora isto evidentemente demande tempo, o Departamento considera necessário examinar os dois lados da questão antes de tomar a decisão potencialmente drástica de nomear inspetores[16]. Embora não haja dúvidas justificadas, como regra geral de prudência, o Departamento, em várias ocasiões, julgou conveniente retardar intencionalmente o processo[17]. Quando o requerimento emana da polícia, o Departamento, pelo menos ultimamente, tem estado mais preparado para acelerar o andamento de seus assuntos[18]. Do mesmo modo, quando a iniciativa é tomada por agências quase-oficiais, tais como o City Panel on Takeovers and Mergers – como no caso Pergamon[19] –, o Departamento parece mais apto a tomar decisões sem empenhar-se em inquéritos laboriosos.

Em grande parte, a abordagem algo tardia do Departamento deve-se, indiscutivelmente, à sua escassez de pessoal especializado e ao fato de os funcionários envolvidos estarem administrando dinheiro público e deverem prestar contas a seus superiores hierárquicos. Outro fator significativo que agrava o atraso tanto da nomeação quanto da conclusão da inspeção é o fato de o relatório dos inspetores consistir em prova dos problemas nele expostos nos limites estabelecidos pela lei[20], sendo o restante considerado boato. Invariavelmente, a polícia realiza investigações concomitantes para obter suas próprias provas. Isto é naturalmente antieconômico por envolver custos referentes a tempo e a dinheiro[21]. Entretanto, um funcionário sênior da Seção de Investigação de Companhias expressou aos autores a opinião de que não há duplicação de esforços já que a inspeção do Departamento e as investigações da polícia têm objetivos diversos[22]. No entanto, resta examinar se esta afirmação é verdadeira. Edward Heath, quando Primeiro Ministro, respondendo a uma pergunta de Cant (membro do Parlamento), enfatizou que havia preocupação quanto à divisão de responsabilidades entre o Departamento de Comércio, a Polícia e o Chefe da Promotoria Pública, e "as providências são revistas regularmente a fim de assegurar que não ocorra duplicação desnecessária de investigação"[23].

Quando o Departamento de Comércio decide nomear inspetores, invariavelmente nomeia um Conselheiro e um membro sênior da área de contabilidade[24]. Devido à relutância óbvia dos profissionais mais conceituados em abandonarem suas atividades, mesmo por um período de tempo limitado, as nomeações, em geral, são feitas no regime de meio expediente. Este fato resulta em um prolongamento da investigação, significativo em alguns casos. Mesmo se fosse possível induzir um número suficiente de pessoas importantes a aceitar nomeações em regime de tempo integral, o Departamento considera que o custo seria proibitivo. É relevante o fato de tanto o Presidente da Bolsa de Valores quanto Lord Shawcross – Presidente do Takeover Panel – terem pleiteado, em carta recentemente divulgada, a nomeação de advogados para o cargo de inspetores[25]. O Secretário de Estado do Comércio, Edmund Dell, em uma resposta escrita ao Presidente da Bolsa de Valores, afirmou:

> *"Concordo que não há objeções de princípios quanto à nomeação de advogados para o cargo de inspetores, quando apropriado. A habilidade no contencioso, desenvolvida a partir da experiência nos Tribunais é, todavia, um importante atributo para inspetores, na maioria dos casos. Além disso, se inspeções de grandes empresas devem ser consideradas de peso, precisam ser conduzidas por pessoas importantes dentro de suas profissões, e nunca será fácil para tais pessoas abandonarem completamente seu trabalho profissional por um longo período."*[26]

Lord Shawcross, porém, considera que o Departamento pode ser forçado a reconsiderar esta alternativa ou a aceitar aqueles "que não estão tão ocupados e/ou cuja especialização, caso exista, esteja relacionada a áreas de pouca relevância". Ademais, Lord Shawcross acredita que a acentuada tendência para preferir profissionais mais conceituados à juniores constitui um equívoco. De fato, comentou que existem "muitos juniores com experiência comercial adequada, os quais estariam muito mais aptos a conduzir estes inquéritos que muitos profissionais mais conceituados"[27]. No entanto, devido a estas dificuldades, o tempo despendido pelos inspetores, para fazer as investigações necessárias e o subseqüente relatório, é ainda considerável[28].

Embora este artigo possa não ser o local apropriado para se discutir os poderes razoavelmente amplos dos inspetores, é pertinente salientar que nos últimos anos tem havido um número crescente de críticas sobre o modo como certos inspetores utilizaram estes poderes[29]. De fato, Richard Milner comentou no Sunday Times que muitos advogados consideram que o processo se degenerou em uma **Star Chamber*** do século XX[30]. O Secretário de Estado do Comércio realizou uma conferência para mais de 40 inspetores selecionados, no final de setembro de 1976, concluindo, porém, que os procedimentos não necessitavam de qualquer alteração substancial. É evidente que o Secretário deseja presenciar uma aceleração geral na condução das inspeções mas, por outro lado, ele mesmo afirmou que:

> *"(...) embora eu esteja certamente preocupado em reduzir o tempo das inspeções (...) o tempo necessário para completar inspeções é afetado materialmente pelos procedimentos que são seguidos, a fim de se proceder com justiça com as testemunhas."*[31]

---

* Antigo Tribunal inglês, abolido em 1640 (Nota do Tradutor).

Outro fator que se evidenciou através da inspeção do Caso Pergamon foi que, apesar dos poderes dos inspetores, a apresentação de um relatório pode ser significativamente adiada – principalmente em casos onde interesses estrangeiros estejam envolvidos – devido à falta de cooperação e franqueza por parte dos controladores das empresas envolvidas.

Finalmente, pode ser interessante observar os motivos pelos quais o Secretário de Estado do Comércio considera úteis as inspeções[32]. Em primeiro lugar, estas se encontram disponíveis ao Chefe da Promotoria Pública e outras autoridades judiciais para que decidam se instauram ou não processo criminal[33]. Em segundo lugar, podem ser utilizadas por acionistas e credores como base para um processo civil. Em terceiro lugar, estão disponíveis ao Departamento de Comércio, quando este exerce seus poderes para abertura de processo civil a fim de recuperar os ativos de uma empresa ou de liquidá-la[34]. Em quarto lugar, podem ser usadas por investidores, empregados e outros como evidência da maneira pela qual a empresa está sendo administrada. Em quinto lugar, fornecem ao Governo e ao público bases para discussões sobre aspectos de uma reforma na Lei Societária. O efeito sancionador do **disclosure** e os comentários contrários dos inspetores devem ser considerados extremamente importantes. No que diz respeito a esta última informação, é interessante notar como, nos últimos anos – e, em particular, em relação a Pergamon, London and County Securities e Lonrho – as pessoas criticadas nos Relatórios dos Inspetores desencadearam uma campanha publicitária de autodefesa.

O Relatório da Comissão Jenkins[35] aceitou o argumento de que deveria existir poder no Departamento de Comércio para fazer investigações sem precisar nomear inspetores. A Comissão estava ciente de que a nomeação desnecessária de inspetores poderia prejudicar a empresa e, conseqüentemente, o Departamento deveria ter procedimentos abertos a esta a fim de capacitá-la a agir imediatamente e, em alguns casos, a agir anteriormente a tal nomeação. Esta necessidade foi suprida, até certo ponto, pelo artigo 109 da Companies Act de 1967, que deu ao Departamento o direito de exigir documentos e informações das empresas e das pessoas a elas associadas[36]. Este é um direito de grande importância, administrado pela Seção de Investigação de Companhias e não por inspetores de fora. Devido a seus efeitos sobre as empresas, as investigações efetuadas sob estas condições não são tornadas públicas. De fato, de acordo com os direitos de inspeção propriamente ditos, pareceria que estes direitos de investigação "agem como repressão", e sua mera ameaça "leva a empresa a colocar seus negócios em ordem"[37]. Um interessante exemplo da aplicação destas medidas encontra-se no caso Kina, quando o Departamento exerceu seus direitos baseado no artigo 109, por solicitação da polícia, e posteriormente nomeou dois inspetores[38].

A Seção de Investigação do Departamento de Comércio tem, em seu **staff**, contadores, advogados e investigadores. Este último grupo, de cerca de 50 membros, é formado em sua maior parte por ex-funcionários do C.I.D.* Os autores observaram, a partir de informações de um funcionário sênior desta Seção, que embora a presença de um elemento estrangeiro em um determinado inquérito crie certamente problemas consideráveis, existe uma certa cooperação internacional, pelo menos em relação à obtenção de provas, quando não em relação à aplicação da lei. Denúncias e processos civis, excetuando-se aqueles sob a responsabilidade do Serviço de Insolvência e da Tesouraria Oficial, são conduzidos pelo Registro de Companhias da Seção de Administração de Companhias, em consulta com o Procurador do Departamento de Comércio.

A Divisão de Seguros do Departamento de Comércio administra o crescente número de leis de seguro e possui poderes regulatórios significativos e abrangentes sobre a indústria de seguros, assim como poderes similares de inspeção e investigação àqueles descritos anteriormente. O Departamento por si só ou com outras autoridades também lida com muitos outros problemas relevantes no campo da legislação societária tais como: contas; licenciamento de corretores e outros preceitos contidos na Prevention of Frauds Investment Act de 1958, na Protection of Depositors Act de 1963 – tal como recentemente emendada –; liquidação de empresas; monopólios e práticas restritivas; e fiscalização do cumprimento da lei e reforma da lei das companhias. Além destas considerações, o Departamento tem interesses comerciais muito maiores e mais amplos. Existe um grande número de outras agências e autoridades exercendo funções reguladoras mais específicas em relação às leis e atividades das sociedades anônimas e a assuntos afins, quais sejam: o Registro de Companhias Construtoras; o Registro de Práticas Comerciais Restritivas e o Escritório do Diretor Geral de Práticas Comerciais Eqüitativas[39]. Outros departamentos do Governo, em maior ou menor grau, têm responsabilidades nesta área, em particular, o Departamento de Indústria baseado na Industry Act de 1975[40]. De fato, até mesmo o Comissário do Parlamento tornou-se cada vez mais envolvido com assuntos referentes à regulação das empresas, por parte do Departamento de Comércio, especialmente na área de inspeção[41]. Argumentou-se, inclusive, que a Corte Comercial deveria ser incluída na categoria de *reguladores*, devido à proporção razoavelmente alta de assuntos essencialmente administrativos com os quais ela lida.

2.2. Departamento de Polícia

Antes da Segunda Guerra Mundial, o Departamento de Polícia da Cidade de Londres criou uma unidade especial que se concentrou em fraudes comerciais,

---

* C.I.D. é a abreviatura de Criminal Investigation Department (Departamento de investigação criminal) (Nota do Tradutor).

tendo a **City***, por motivos óbvios, revelado maior número desses casos. Após a guerra, devido a considerações sobre recursos, especialização e jurisdição, considerou-se preferível criar uma seção conjunta com a Polícia Metropolitana. Portanto, em 1946, foi criado o Departamento de Fraudes Metropolitano e da Cidade de Londres.

Atualmente, a Patrulha de Fraudes Metropolitana e da Cidade de Londres – como é conhecida mais popularmente – tem cerca de 160 funcionários distribuídos em três seções, cada uma sob o comando de um Superintendente Geral e um Comissário Assistente da Força Policial Metropolitana. Para os funcionários da **City**, houve certos problemas, em vista do fato de eles também serem subordinados ao Comissário de Polícia da Cidade de Londres. Existem 95 funcionários lotados na Scotland Yard e o restante na **City**. O único interesse da Patrulha diz respeito a investigações de fraudes empresariais e financeiras e de assuntos estritamente afins a estes. Todas as seções encontram-se permanentemente sobrecarregadas e, via de regra, parece haver sempre 65 ou 75 investigações em andamento ao mesmo tempo[42]. A dificuldade reside no fato de – como a carga de trabalho é, por questões óbvias, incompatível e variada –, o Departamento ter que funcionar no máximo com apenas aquele **staff** o que seria justificado durante um período de tempo relativamente ocioso. Parece que em um contexto de recursos escassos não se justificaria ter funcionários cumprindo menos horas de trabalho. A escassez de pessoal é ainda mais agravada pelo caráter geralmente longo das investigações e pelo fato de, em muitos casos, os funcionários terem que ser mandados a locais distantes de Londres. Por exemplo, em um caso recente, dois funcionários levaram dois anos trabalhando em um único caso no País de Gales, e depois mais 18 meses para obter a condenação.

Um problema de particular dificuldade que a polícia teve que enfrentar foi o aumento de fraudes empresariais envolvendo interesses internacionais ou estrangeiros. De fato, foi avaliado em pelo menos 20, o número de investigações deste tipo realizadas mensalmente pelo Departamento. Todos os funcionários no Departamento estão sempre disponíveis para realizar tarefas, em um prazo de poucos meses, virtualmente em qualquer parte do mundo. A média de tempo gasto em viagens por estes funcionários é a mais alta da Força Policial. Esta dificuldade é atenuada, em parte, pelo grau razoável de cooperação de países tais como, os Estados Unidos da América, Canadá, países do Reino Unido e a maioria dos países europeus; porém, a isto deve ser contraposta a falta de assistência de outros países, o que afetou significativamente a possibilidade de os funcionários obterem provas, sem levar em conta a execução propriamente dita. É desnecessário dizer que as formalidades a serem cumpridas em muitos países estrangeiros, antes que um funcionário possa conduzir as investigações em outra jurisdição, não atenuam o problema. Parece que as autoridades britânicas não exigem procedimentos formais similares, adotando um critério mais flexível. O assunto está nas mãos do Ministério do Interior, excetuando-se no que diz respeito à extradição, caso em que o Chefe da Promotoria Pública supervisiona as investigações.

Os funcionários do Departamento são membros comuns do C.I.D. e são nomeados com base, unicamente, segundo sua posição hierárquica. O Departamento não é muito popular ou atraente para novos funcionários embora possa parecer que uma vez que os funcionários tenham se tornado membros relutem em serem transferidos para outros Departamentos ou para a Patrulha. Um problema grave é que, via de regra, as promoções são feitas por pessoas que não pertencem ao Departamento. Em conseqüência, funcionários ambiciosos do Departamento, desejosos de promoção, terão invariavelmente que sair do Departamento de Fraudes de Empresas. Esta diversidade de informações poderia ser benéfica ao C.I.D. como um todo; por outro lado, provoca a saída dos melhores e mais experientes funcionários do Departamento. Isto não quer dizer que, na prática, inexistam promoções feitas dentro do Departamento.

Embora a polícia possa solicitar – e algumas vezes realmente o faça – que o Departamento de Comércio exerça seus poderes de investigação baseados no artigo 109, foi sugerido que a própria polícia deveria ter permissão para solicitar ao Juiz mandados de busca para inspeção dos registros da empresa, do mesmo modo como fazem em casos de prisão e de buscas de mercadorias roubadas quando existe uma certa suspeita de que uma infração foi cometida[43]. Na realidade, a polícia enfrenta grandes dificuldades com relação a funcionários estrangeiros, porém, naturalmente, o Departamento de Comércio possui poderes razoavelmente extensivos com respeito a estes casos, e existem disposições na Companies Act de 1976 relacionadas a este problema. Ademais, nas palavras de um funcionário sênior "o Departamento consegue, em geral, as informações necessárias de um modo ou de outro".

A polícia, como o Departamento de Comércio, consegue a maioria de suas pistas com base em pessoas lesadas e outras envolvidas. Existe também um número razoável de denúncias anônimas. Em outros exemplos, os relatórios são enviados do Departamento de Comércio, geralmente através do Chefe da Promotoria Pública e dos liquidantes. Esse Departamento incentiva seus funcionários no sentido de se manterem atentos às tendências da opinião pública e, como na maior parte do trabalho desenvolvido pela polícia, as melhores pistas são colhidas em tribunais da **City** e através da imprensa. O Departamento organizou um cadastro de empresas e pessoas montando a 26 mil arquivos, enriquecido, em média, com 75 informações por mês. Devido à abundância de trabalho, o Departamento não se considera capaz de exercer vigilância rotineira, e seu papel preventivo resume-se em "deixar claro

* **City of London** – uma determinada área na Cidade de Londres onde estão concentradas instituições financeiras de âmbito nacional e internacional (Nota do Tradutor).

que está por perto". Outro problema resultante da pesada carga de trabalho é não conseguir investigar e divulgar aspectos novos e incertos. O Chefe da Promotoria Pública é conhecido pela polícia por relutar em gastar tempo e recursos em processos de causas dúbias e novas. Este fato foi bastante evidente em relação ao **insider trading**[44].

Desde a criação do Departamento de Fraudes de Empresas Metropolitano e da Cidade de Londres, as diversas Forças Policiais Regionais criaram suas próprias Patrulhas de Fraudes. Atualmente, existem cerca de 39 Departamentos de Fraudes da Polícia no Reino Unido, que variam consideravelmente em termos de especialização, porte e responsabilidades.

2.3. O Chefe da Promotoria Pública

O **staff** da Diretoria da Promotoria Pública consiste de duas Divisões, ambas subordinadas a um Diretor Assistente, por sua vez subordinado ao Diretor Adjunto e ao próprio Chefe da Promotoria Pública. A primeira Divisão é a Polícia Metropolitana, que é subdividida em várias Seções ligadas à Polícia Metropolitana, à Divisão Central de Pesquisa e, mais importante em nosso ponto de vista, à Seção de Falências Fraudulentas e Criminosas. A segunda Divisão relaciona-se com todo o país, lidando com processos emanados de autoridades policiais fora de Londres, bem como nesta cidade, exceto aqueles ligados a denúncias contra a polícia e à Seção de Falências Fraudulentas e Criminosas. Cada seção tem cerca de oito advogados, e, naturalmente, os assistentes administrativos necessários. A seção mais relevante segundo nossos objetivos é a de Falências Fraudulentas e Criminosas.

Em casos de fraudes, tão logo a polícia complete suas investigações, os documentos são encaminhados à Seção para considerações. De modo invariável, devido principalmente à natureza complexa de fraudes de empresas, haverá necessidade de maiores investigações a serem realizadas pela polícia. Em oposição à crença popular, o Chefe da Promotoria Pública não possui nenhum **staff** de investigação próprio. Em alguns casos, ele próprio se encontrará impelido a examinar as investigações da polícia, quando surgirem denúncias especialmente emanadas de liquidante. Quando o caso for exclusivamente um problema referente à Lei das S.A. ou relacionar-se à Prevention of Frauds (investments) Act de 1958, o Chefe da Promotoria Pública normalmente, embora não sempre, encaminharia o caso ao Departamento de Comércio. Raramente o Chefe da Promotoria Pública recebe denúncias do público em geral.

Poderia parecer, a partir de informações recebidas da Seção de Falências Fraudulentas e Criminosas, que, em um número considerável de investigações, o processo teve que ser abandonado devido à utilização de funcionários estrangeiros.

Quanto aos casos revestidos desta característica, a Seção considerava que muito iria depender dos contatos pessoais do funcionário engajado na investigação. Naturalmente, quando um grau significativo de pressões políticas e diplomáticas é envolvido – como aconteceu em algumas investigações – outros países são normalmente mais suscetíveis.

Vale observar que o Chefe da Promotoria Pública preocupa-se com o espaço de tempo necessário para investigar fraudes e seu subseqüente processo. O Chefe da Seção observou que a extensão de tempo causava grandes dificuldades para evidenciar fatos, gerando possivelmente injustiça com pessoas suspeitas que poderiam, de fato, ser completamente inocentes. O período médio de tempo era de dois anos, porém em alguns casos despendeu-se muito mais tempo. Dado o fato de a Seção normalmente ter apenas seis funcionários profissionais e cobrir os processos relativos a todas as falências fraudulentas e criminosas na Inglaterra e País de Gales, o Chefe da Promotoria Pública está ciente da relação custo/benefício. De fato, o Chefe da Seção informou aos autores que, no que concerne a diretrizes, o Chefe da Promotoria Pública, teoricamente, gostaria de denunciar todos os casos de fraudes enviados a ele pela polícia, porém sua preocupação primordial deve referir-se àqueles casos que envolvem interesse público justificando, assim, as despesas com todos os trâmites. Quando uma pequena quantia está em jogo, ou quando não há prejuízos públicos imediatos, ou quando a pessoa em questão está cumprindo pena, o Chefe da Promotoria Pública pode decidir que é dispensável proceder ao julgamento. Em casos excepcionais, sua decisão pode ser influenciada pelo fato de ter havido ou de haver algum indício de processo civil.

Um importante fator que influencia o processo global de aplicação da lei nesta área de direito são as freqüentes penalidades máximas irrisórias, previstas na lei para as infrações. Por exemplo, no processo do Departamento de Comércio contra o Land & General Developments, em fevereiro de 1974, por violações do artigo 54 da Companies Act de 1948, foi imposta a multa legal máxima de £100 com £200 relativas a custos, embora cerca de £105.000 estivessem envolvidas na transação que infringiu tal artigo. Não é surpreendente o fato de muitos dos envolvidos no processo de aplicação da lei sentirem-se frustrados com esta situação.

Muitos funcionários seniores e juniores das Patrulhas de Fraudes da Polícia consideram que a situação poderia melhorar através do estabelecimento de uma autoridade especial, ligada a atividades de investigação e processos, para lidar com infrações à lei de títulos e empresas, especialmente se **insider trading** tornar-se um ilícito penal. Este ponto de vista não é compartilhado pela Seção mais relevante da Diretoria da Promotoria Pública, que considera que o número de casos passíveis de serem detectados não justificaria os gastos que seriam necessariamente envolvidos. No entanto, é interessante notar que a Seção de Fraudes

e Falências da Diretoria da Promotoria Pública gostaria de ver a introdução de "funcionários especializados" que tivessem qualificações na área contábil. Segundo o ponto de vista do Chefe das Seções era inevitável que, sob o atual sistema, as investigações fossem proteladas e, vez por outra, os funcionários da polícia envolvidos tivessem deixado escapar os pontos cruciais da investigação devido à absoluta falta de qualificação.

A *velha máquina triangular* – descrição feita para o Departamento de Comércio, Patrulha de Fraudes e o Chefe da Promotoria Pública – tem sido alvo de contínuas críticas. A maior deficiência do sistema, segundo Edward Lyons (membro do Parlamento) é a escassez de recursos disponíveis para cada uma destas agências[45].

2.4. O Banco da Inglaterra

O Banco da Inglaterra é uma autoridade reguladora extremamente importante nesta área, embora sua autoridade e responsabilidade legais possam, à primeira vista, não refletir este fato[46]. Esta autoridade reguladora deriva de fatos históricos e da natureza intrínseca da **City**. C.N.A. Castteman, Gerente Geral da Hill Samuel (Austrália), apresentando provas ao Comitê de Bolsas do Senado na Austrália, observou que "o Banco da Inglaterra é um tipo de *tio* não-oficial do caso de Londres. É aceito como tal"[47]. O Banco, e em particular seu Presidente, ocupa uma posição única já que presta assessoria ao Governo e ao Tesouro[48], enquanto que ao mesmo tempo é intimamente ligado a várias facetas da estrutura financeira da **City**, aparecendo como seu representante ou porta-voz. O Presidente tornou-se, na última década, uma poderosa figura nos debates sobre a supervisão do mercado de títulos e desempenhou um relevante papel nos procedimentos auto-reguladores da **City**. Naturalmente, no campo de assuntos bancários e fiscais, a autoridade do Banco é ainda maior e é através destes poderes nesta área que ele pode exercer pressão sobre aqueles ligados à indústria de títulos, para que concordem com seus desejos.

3. Autoridades Extralegais

3.1. O Conceito de Auto-Regulação

O conceito de auto-regulação tem suas bases na confiança e respeito mútuos entre aqueles ligados à indústria financeira e de títulos da **City**. Este elemento-chave de auto-confiança e respeito mútuo é o produto direto de uma variedade de fatores sociais e históricos peculiares à classe mercantil que opera na área geográfica relativamente pequena da **City**. Durante mais de dois séculos a **City** funcionou em uma atmosfera quase provinciana, onde as normas e costumes desta sociedade eram estabelecidas com um grau notável de eqüidade. Àqueles que, de fato, violassem as regras desta *província* ou *clube* eram negados os benefícios de confiança e respeito mútuos,

que afetavam diretamente sua capacidade para conduzir, com êxito, os negócios dentro dos limites da **City**.

Com as maiores revoluções econômicas e sociais ocasionadas pelas duas Grandes Guerras, a moral e certamente a eqüidade social da **City** começaram a desmoronar-se. A manifestação mais evidente deste fato consistiu na conduta que envolvia vários **takeovers** *e **mergers** **, conforme descrito por Marley[49]:

> *"(. . .) o amargor e divisão eram profundos. A rede de amabilidades rompeu-se completamente; os bancos comerciais competidores – longe de manterem-se em contato – entregaram-se a animosidades pessoais (. . .). O pior aspecto deste assunto (. . .) era que o público tinha uma posição de espectador das brigas e observava que quando chegava-se à ética e decoro, as figuras de relevância da* **City** *encontravam-se atravessadas nas gargantas umas das outras".*

A pressão pública e política resultante levou o Presidente do Banco da Inglaterra a convocar várias instituições de liderança na **City**[50] para estabelecer um Grupo de Trabalho da **City**, para examinar o assunto. Disto resultou a elaboração do Notes on Amalgamations of British Businesses, publicado em outubro de 1959 – um código de boa conduta inteiramente auto-policiador. Em poucos anos o código foi revisto, mas isto ainda mostrou-se amplamente ineficaz em relação a determinados esforços para burlar seus princípios estabelecidos e o espírito por ele recomendado. O London Times em um de seus inúmeros artigos comentou que "a solução mais simples seria uma ação conjunta das partes interessadas (. . .) a fim de estabelecer uma organização de vigilância na linha da Securities Exchange Commission americana"[51]. O Grupo de Trabalho foi convocado novamente e, em março de 1968, foi publicado o City Code on Takeovers and Mergers.

3.2. The City Panel on Takeovers and Mergers

Foi de suma importância o fato de as instituições da **City** terem concordado com a criação e manutenção financeira de um Panel para supervisar e administrar o funcionamento do Código. Originalmente, o Panel consistia de um Presidente, que era um Presidente Adjunto do Banco da Inglaterra, e nove pessoas nomeadas pelos órgãos constituintes, com assistência de um secretariado cedido pelo Banco da Inglaterra. O Panel foi formado para prover um mecanismo não só para supervisão e vigilância, mas também para consulta. O Panel envolveu-se em inúmeros casos

---

* takeover – a aquisição de uma empresa por outra através de compra de todos os bens, troca de capital acionário ou outros instrumentos (Nota do Tradutor).

** merger – a fusão de duas ou mais empresas através da aquisição direta por um dos ativos líquidos do outro ou outros (Nota do Tradutor).

(que agiram como testes) nos quais teve êxito, porém, certamente, não se saiu totalmente incólume. Na realidade, em muitos casos tanto o Presidente do Banco da Inglaterra quanto Harold Wilson – Primeiro Ministro na época – avisaram claramente que, a não ser que a **City** desse o apoio devido às regras do Panel, seria introduzida uma legislação estabelecendo uma organização nos moldes da Securities and Exchange Commission. O Governo, entretanto, deixou claro que preferia que a regulação da **City** ficasse a cargo da **City**. Uma das deficiências mais significativas do Panel foi a ausência de outras sanções efetivas que não apenas a de encaminhar o problema aos órgãos oficiais competentes para que estes exercessem sua ação disciplinadora. De fato, Lord Kearton, Presidente de Courtaulds, em uma entrevista concedida à televisão, em 27 de junho de 1968, ousou afirmar:

> *"o culto do amador talentoso é o principal novo defeito do* Panel. *Não tem garra, nem sanções legais – de fato, para mim, é tudo uma questão de vigarice".*

No início de 1969, o City Panel sofreu uma grande reorganização para obter sua forma atual. Lord Shawcross assumiu a Presidência e foi criada uma Comissão de Apelação sob a responsabilidade de Lord Pearce. Outra inovação foi o estabelecimento de um cargo executivo de tempo integral, subordinado a um Diretor Geral e um Diretor Geral Adjunto, e auxiliado por dois Diretores Gerais Assistentes. Os membros da Diretoria Executiva são profissionais da indústria de títulos transferidos para o Panel, um fator que assegura um certo grau de especialização e capacidade nem sempre disponível para uma agência reguladora. Metade da Diretoria Executiva do Panel é formada para funcionar temporariamente, enquanto a outra parte é apenas transferida, normalmente, em dois períodos anuais.

Outra importante e notável evolução foi a Declaração de Políticas do Panel, a qual endossava a determinação de várias Instituições da **City** para fazer do City Panel uma autoridade reguladora viável, dando-lhe um poder real de sanção. A Declaração comenta:

> *"caso haja uma transgressão do Código, o* Panel *terá direito à censura privada ou pública ou, em caso mais flagrante, a outras atitudes visando privar a parte infratora, temporária ou permanentemente, de sua capacidade para atuar na área de atividades de* **takeovers** *e* **mergers***".*

Entretanto, foi enfatizado que mesmo assim, "nenhuma transgressão do Código nem qualquer censura ou outras atitudes ocorrerão sem que o suposto infrator tenha tido a oportunidade de ser ouvido e de apelar para uma Comissão do Panel". Embora, – conforme a Comissão de Mercado de Capitais da **City** observou em seu relatório sobre a Supervisão do Mercado de Títulos – "reputação profissional e boa vontade sejam normalmente as qualidades mais valiosas daqueles que tiram seu

sustento do mercado de títulos"[52], esta sanção não deveria ser superestimada. Aqueles que não procuram uma longa permanência na **City** e recursos e privilégios do mercado não são particularmente suscetíveis ao que é, de fato, uma sanção de exclusão.

O desejo de racionalizar e coordenar os efeitos regulatórios da estrutura autoreguladora na área de **takeovers** e **mergers** é manifesto na Declaração de Políticas do Panel de que as várias instituições componentes da **City** aceitarão, como é de se esperar, regras emanadas do Panel relativas ao Código que ela busca aplicar. Na realidade, enfatizou-se que o Conselho da Bolsa de Valores incluiria em suas normas aceitação automática das decisões e interpretações do Panel, embora tenha sido enfatizado que "estará a cargo do Conselho decidir as medidas adequadas a serem tomadas em conformidade com suas normas disciplinadoras que incluem o poder para censurar, suspender ou expulsar um membro". Ademais, quando um corretor licenciado está envolvido em uma possível violação da lei ou do Código, o Panel deixa claro que informará o Departamento de Comércio – naturalmente, a autoridade licenciadora – sobre a violação, com vistas à suspensão ou cancelamento da licença, com base na Prevention of Frauds (Investments) Act de 1958. A Declaração também enfatizou o poder da Bolsa de Valores de suspender e cancelar, de fato, a transação de um título registrado sob recomendação do Panel e obviamente sob sua própria moção.

Em vista da redução de tempo e espaço, não podemos neste trabalho entrar em discussões sobre as importantes cláusulas do Takeover Code[53]. No entanto, deve-se enfatizar que o princípio de igualdade de tratamento – base e tema dos Princípios Gerais do Código e das regras – é fundamental ao Código e à sua aplicação. O Código abrange a regulação de todo o curso de um **takeover** ou **merger**, desde seu início até sua consumação. O Panel e sua Diretoria Executiva dispuseram de um grau notável de flexibilidade na administração do Código, e poucos contestariam o efeito salutar de sua presença. Isto não significa que o Panel não tenha tido dificuldades. Sua autoridade é limitada ao apoio que pode reunir dos órgãos oficiais da **City** e ao apoio público e governamental. Não possui absolutamente nenhuma base legal ou autoridade real além daquela de natureza pseudo-contratual. De fato, em sua Declaração sobre o St. Martin's Property Corporation Ltd., e Proprietors of Hay's Wharf Ltd., que foi entregue em 5 de abril de 1974, o Panel enfatizou:

> *"(. . .) deve-se reconhecer que o* City Code *é um código voluntário. Possuía vantagens no que se refere ao fato de que as regras nele contidas podem ir além ou pelo menos se adiantar a qualquer coisa que pudesse ser estabelecida em um instrumento legal e pode ser mais prontamente adaptado a circunstâncias mutáveis, bem como ser administrado mais rápida e flexivelmente. Porém, regras voluntárias têm a desvantagem de dependerem essencialmente de observância voluntária e de carecerem de sanções explícitas que podem ser*

aplicadas contra qualquer oposição. É por esta razão que o Panel *e na realidade todas as instituições a ele associadas dão a maior importância à leal observância do Código e ao apoio, por parte de todos envolvidos, às regras do* Panel. *Este dever de observar o Código está a cargo, particularmente, de diretores de empresas atingidas. Porém, também os acionistas deveriam reconhecer que caso desejem que seus investimentos sejam protegidos por mercados ordenados e desejem integridade por parte daqueles cuja conduta possa afetá-los, poderá haver ocasiões em que, apesar de sofrerem algum prejuízo financeiro imediato, deveriam aceitar e apoiar a aplicação do Código".*

O Panel tem enfrentado problemas, entre outros, na área de **insider trading**. De fato, o Panel, como fariam muitas Instituições da **City**, considera necessário uma legislação sobre **insider trading**. Entretanto, o Panel lidou com vários casos de **insider trading** e parece ter obtido resultados razoavelmente satisfatórios.

3.3. A Bolsa de Valores

A importância da Bolsa de Valores quase não necessita ser enfatizada[54]. Embora seja uma instituição inquestionavelmente privada sem qualquer base legal tendo, porém, certas responsabilidades legais, sua supervisão sobre os mercados primário e secundário do Reino Unido recebeu há muito tempo o reconhecido respeito internacional. O impacto que as exigências de **disclosure** da Bolsa de Valores exerceram, através do acordo de registro de ações, sobre o **disclosure** foi significativo e salutar. O grau de regulação e controle que ela exerce sobre seus membros e suas atividades é grande e tem sido reforçado nos últimos anos.

Devido ao desejo, que é agora considerado obrigação, de promover e atender à manutenção de um mercado justo e ordenado em títulos registrados, a Bolsa de Valores vem se preocupando em investigar as causas reais e aparentes dos movimentos e flutuações no preço de títulos. Isto é particularmente importante do ponto de vista da detecção de abusos de **insider trading**. Onde sejam detectados abusos, o Conselho da Bolsa de Valores invariavelmente designa uma comissão de investigação **ad hoc** para examinar o assunto. Recentemente, a Bolsa de Valores conscientizou-se mais do número crescente de críticas públicas a respeito de possíveis exemplos de abusos no mercado e, em conseqüência, designou várias destas comissões. Na realidade, isto reforçou consideravelmente os poderes da Bolsa de Valores. No passado, não foi conferido a tais investigações o respeito que mereciam, em vista do fato de o Conselho relutar em publicar suas descobertas devido ao receio de processos de difamação. Embora seja quase certo que a Bolsa de Valores poderia aproveitar a defesa de privilégios qualificados, este problema que também afeta todas as autoridades auto-regulatórias não foi resolvido. No entanto, vale notar que em pelo menos um caso recente, o Conselho da Bolsa de Valores fez

justiça ao publicar um extenso relatório das descobertas da comissão de investigação nomeada para examinar os negócios da Scottish and Universal Investments Limited.

Embora a jurisdição da Bolsa de Valores sobre seus membros e empresas registradas seja obviamente mais ampla que aquela do Takeover Panel, que inclui apenas assuntos relativos a **takeovers** e **mergers**, os poderes disciplinadores do Conselho são, todavia, limitados. O Conselho enfrenta um dilema fundamental que se refere a ele ser, apesar de tudo, uma organização privada encarregada de apoiar os interesses de seus membros. A imposição de responsabilidades públicas, particularmente legais, a tal órgão originará inevitavelmente problemas.

3.4. Outras Autoridades Auto-Reguladoras

Esta discussão sobre o papel desempenhado por órgãos auto-reguladores na manutenção e controle dos mercados de capitais e de títulos não seria completa sem uma breve menção a outras autoridades que servem para controlar e regular as atividades de seus membros. Órgãos encarregados da supervisão de seus membros incluem Associação Nacional de Fundos de Pensão, Associação Britânica de Seguros, The Accepting Houses Committee*, The Association of Investment Trust Companies**, Unit Trusts Association***, Comissão de Bancos de Compensação de Londres, Associação dos Corretores, para enumerar apenas algumas. Dever-se-ia também considerar as associações com bases mais amplas que aceitam seu código de ética individual, tais como o Instituto de Diretores, o Instituto Britânico de Administração e a Associação Cristã de Executivos. Além disto, dever-se-ia também mencionar organizações tais como a Confederação de Indústrias Britânicas e os vários órgãos profissionais no campo da contabilidade, direito e jornalismo.

Naturalmente, uma significativa proporção de títulos está em poder de investidores institucionais que tradicionalmente parecem relutantes em interferir em negócios de empresas mas que talvez assumam, no futuro, uma linha mais ousada,

---

* Accepting Houses Committee – organização que rege a conduta e salvaguarda os padrões éticos das principais **accepting houses** no Reino Unido; **accepting houses** – instituições financeiras, usualmente um banco mercantil, cuja atividade é emprestar dinheiro sob a garantia de letras de câmbio, ou adicionar seu nome como endossante de um título sacado contra terceiros (Nota do Tradutor).

** Association of Investment Trust Companies – associação de companhias cuja atividade é investir seu capital em outras empresas, usualmente em títulos cotados (Nota do Tradutor).

*** Unit Trusts Association – organizações que investem fundos subscritos pelo público, recebendo em retorno **units** que representam o mesmo número de ações na carteira de investimento (Nota do Tradutor).

como resultado de pressões do Presidente do Banco da Inglaterra e do Governo. De particular importância neste trabalho são as comissões de proteção ao investimento destas organizações como a Associação Nacional de Fundos de Pensão e a Associação Britânica de Seguros.

Na última década, a estrutura atual tornou-se alvo de críticas crescentes. Em particular, existe um pressentimento em muitos círculos de que, em vista do acesso da Grã-Bretanha à Comunidade Econômica Européia e do fato de outros países europeus terem os principais órgãos reguladores com poderes legais para supervisionar a indústria financeira e de títulos muito mais amplamente que na Grã-Bretanha, deveria existir uma autoridade similar estabelecida neste país. Na realidade, argumentou-se que esta autoridade era necessária para uma harmonização efetiva da legislação do mercado de capitais, especialmente nas áreas de prática de Bolsa de Valores e regulação de **takeover**, estando ambas, atualmente, sendo examinadas pela Comissão da Comunidade Econômica Européia. Foi sugerido inclusive que poderia existir a necessidade de uma Comissão da Bolsa de Títulos Européia. Alega-se que esta abrangente proposta possivelmente não se tornará uma realidade em vista das óbvias implicações políticas envolvidas. Não queremos com isto rejeitar a possibilidade e, na verdade, a necessidade de um aumento significativo da cooperação e ligação entre países membros e em particular das forças policiais do país na área da legislação do mercado de capitais – um estado desejável de coisas que deveria ser atingido em um futuro não muito distante. De fato, existem várias comissões especializadas atualmente trabalhando com instituições da Comunidade Econômica Européia neste abrangente campo[55].

3.5. O Questionário do Departamento de Comércio

Em junho de 1974, a Divisão de Política de Companhias do Departamento de Comércio lançou um questionário solicitando pontos de vista sobre a questão de ser ou não considerado vantajoso reformular o atual sistema de regulação. As respostas publicadas dos vários órgãos consultados merecem ser mencionadas, embora anteriormente a esta menção seja necessário discutir as recomendações feitas pela Comissão da Lei das S.A. sob a Presidência de Lord Jenkins, divulgadas em 1962. A Comissão considerou que enquanto na teoria havia muito a ser dito a fim de se estabelecer, na Grã-Bretanha, um órgão similar à SEC, a natureza bastante diversa dos Mercados de Títulos Britânicos e sua centralização em uma área geográfica relativamente pequena indicavam que dever-se-ia preferir o atual sistema com os melhoramentos necessários para esse fim. A Comissão Jenkins considerou que não havia coordenação entre o Conselho de Comércio e as várias agências auto-reguladoras[56]. A Comissão também achou que a Comissão Deliberativa da Lei das S.A., estabelecida como resultado das recomendações da Comissão da Lei das S.A. anterior, sob a Presidência de Lord Cohen em 1946, poderia, com os termos de referência adequadamente ampliados, remediar este problema[57].

Retornando às respostas dos vários órgãos questionados pelo Departamento de Comércio, o City Panel on Takeovers and Mergers admitiu a existência de certos hiatos na rede regulatória, tais como **insider trading**, porém continuou afirmando que havia repetidamente recomendado que a legislação condenasse este abuso. Na realidade, o problema referia-se mais à inadequação da lei que à deficiência de supervisão.

O Panel rejeitou o argumento de que a regulação estava muito fragmentada e observou que o fato de os membros do Panel serem chefes ou representantes de várias instituições significa que havia uma comunhão de esforços regulatórios na área de **takeovers** e **mergers**, no Panel. Na opinião do Panel um órgão legal não apresentaria vantagens maiores que aquelas atualmente possuídas pelo Panel – um Code on Takeovers and Mergers oficial tenderia a criar obstáculos em circunstâncias nas quais a flexibilidade seria necessária. Na realidade, sugere-se que este é um ponto importante, uma vez que desde a criação do Panel, o Código sofreu um reexame e emendas aproximadamente quatro vezes, uma situação que teria sido quase impossível de ocorrer se o Código fosse lei, a não ser que fosse conferido ao órgão legal o poder para efetuar tais mudanças. Além disso, o Panel afirmou que o ato de colocar o Código em uma base legislativa estabeleceria "um código de conduta mínimo (. . .) com o qual todos, devido a suas bases legais, iriam concordar, contra o qual porém, ninguém lutaria energicamente para exceder. Qualquer coisa não proibida pelas regras seria rapidamente considerada admissível". O Presidente do Panel, Lord Shawcross ratificou, em várias ocasiões esta opinião e sua oposição à regulação legal nesta área[58]. Entretanto, no Relatório do Panel on Takeovers and Mergers, para os anos de 1975 e 1976, o Panel aceitou a possibilidade de haver hiatos na supervisão resultando, ocasionalmente, em certos exemplos de conduta antiética fora da jurisdição de qualquer órgão, escapando à condenação formal. O Panel sugeriu a idéia de estabelecer uma Comissão ou Panel da **City**,

> *"com divisões separadas lidando com assuntos determinados, sendo porém um órgão voluntário e auto-regulador capaz de lidar com qualquer conduta antiética no curso de transações afetando os negócios da* **City***".*

Esta proposta, que apresenta pontos positivos suficientes para recomendá-la, também foi defendida pelo Wider Share Ownership Council[59].

A Comissão de Mercado de Capitais da **City** – órgão consultivo composto de representantes das instituições componentes do Mercado de Capitais do Reino Unido e criado pela iniciativa do Presidente do Banco da Inglaterra – considerou que o grau de confiança pública no Mercado de Capitais Britânico não era, provavelmente, menor que o de outros países que possuíam uma agência reguladora tipo SEC[60]. Esta Comissão julgou que embora o atual sistema pudesse parecer deficiente

na prática, eles consideravam-no o melhor a ser atingido nestas circunstâncias. Aceitou-se que deveria existir uma legislação para cobrir certos tipos de abuso. A Comissão, no entanto, encontrava-se dividida, e um de seus membros – Nicholas Wilson, um importante advogado da **City** – ponderou que o Panel on Takeovers and Mergers deveria receber uma estrutura legal que lhe permitisse impor multas em dinheiro para infrações ao Código.

O Conselho da Bolsa de Valores concordou com os pontos de vista do Panel e da Comissão de Mercado de Capitais da **City** – fato talvez previsível em vista de interesses mútuos óbvios[61]. O Conselho observou que atualmente existe um razoável padrão de cooperação e comunicação entre os órgãos regulatórios legais-oficiais e as principais agências auto-reguladoras. Portanto, impor um órgão regulador geral, tal como uma SEC, entre a **City** e as agências oficiais dificilmente facilitaria a supervisão e comunicação efetivas. Embora existam exemplos de grande cooperação entre a Bolsa de Valores e a Divisão de Política de Companhias do Departamento de Comércio, tal como na Lei das S.A. de 1976, surgiram ocasiões quando este, claramente, não era o caso. A Bolsa de Valores também enfatizou que não desejava receber maiores responsabilidades públicas e particularmente legais. Ademais, observou que dentre as inúmeras investigações por ela conduzidas sob a alegação de conduta imprópria jamais encontrou algo condenável.

O Conselho da Lei de Companhias, responsável pelo órgão de classe dos advogados, também tornou públicas suas respostas ao questionário[62]. Embora considerasse o atual sistema efetivo e que nada deveria se opor à operação contínua das atuais agências auto-reguladoras, argumentou que suas funções poderiam se tornar mais efetivas através da garantia de que os poderes legais – do Departamento de Comércio – existentes fossem "exercidos com experiência prática e continuidade no suporte de suas atividades e que deveriam ser considerados como responsáveis definitivos por uma autoridade pública recém-criada".

Para este objetivo, a Lei de Companhias sugeriu hipoteticamente "o estabelecimento de um órgão supervisor autônomo chefiado por um Diretor, com experiência profissional ou em negócios, ocupando certa posição no mercado de títulos (. . .) e que teria obrigações em relação a transações com títulos similares, em alguns aspectos, àquelas que o Diretor de Práticas Comerciais Eqüitativas tem em relação à oferta de bens e serviços".

Esta Diretoria manteria um pequeno escritório na **City**, composto não por funcionários civis mas por pessoas com experiência prática na indústria de títulos. Além disso, deveria existir um conselho consultivo para auxiliar um Diretor, com todos os membros indicados pelo Secretário de Estado. O Diretor e seu **staff**, além de manterem vigilância sobre títulos e de recomendarem uma nova legislação, exerceriam, diretamente ou através de delegação para agências auto-reguladoras,

certos poderes legais atualmente detidos pelo Departamento de Comércio. Isto não significa que a Lei de Companhias esteja, de modo algum, defendendo a implantação de uma SEC nos moldes da filosofia americana[63].

Comparados às recomendações da Lei de Companhias, os pontos de vista da Associação de Advogados de Comércio, Finanças e Indústria são de interesse. Em seu Relatório sobre a Reforma da Lei das S.A., publicado em março de 1975, a Associação afirma categoricamente que, "faríamos forte oposição à introdução de uma nova organização burocrática com poder de sobrepor um corpo de leis, novo e complexo, ao sistema existente"[64].

A Comissão da Lei das S.A., a Seção Britânica da Comissão Internacional de Juristas, foi especificamente requisitada pelo Ministro do Comércio para examinar e relatar a questão de regulação. O Relatório, "Uma Comissão das S.A."[65], expressou a opinião de que seria errado mudar o atual sistema a não ser que houvesse uma clara indicação de que os resultados seriam benéficos e que o atual sistema é deficiente. A Comissão de Justiça manifestou seu ponto de vista de que muitas das pretensas deficiências no sistema de regulação eram realmente deficiências no direito substantivo. Por outro lado, aceitou-se que o Departamento de Comércio nem sempre fora uma agência adequada para aplicação da lei. A contínua ameaça de uma questão parlamentar e a estrutura do funcionalismo público eram ambos considerados fatores inibidores do tipo de iniciativa, que é por exemplo uma característica da Takeover Panel's Executive, e vitais nos primeiros anos da SEC.

Embora a Comissão "não desejasse ver a auto-regulação suplantada pelo controle oficial direto" achava que existiam algumas áreas de incerteza tanto na regulação quanto na supervisão, e deficiências na ligação entre as agências reguladoras legais-oficiais e os auto-reguladores. Conferir poderes legais às autoridades auto-reguladoras, particularmente no que diz respeito à obtenção de provas, obviamente aumentaria sua autoridade e potencial de aplicação da lei. Entretanto, considerou-se constitucionalmente impróprio conferir poderes legislativos e de aplicação da lei a instituições essencialmente privadas sem nenhum dever ou responsabilidade públicos claramente delineados. No final a Comissão estava "nitidamente atraída (. . .) pelo conceito de delegar às agências poderes nominalmente revestidos em um órgão oficial". Portanto, recomendou o estabelecimento de uma Comissão legal que estaria autorizada a criar leis e resoluções na área de prática de títulos. Considera-se crucial para a recomendação a idéia de que a Comissão convidaria as agências auto-reguladoras atuantes a continuarem desempenhando suas atuais funções sem qualquer inibição. Portanto, na área de **takeovers** o Panel continuaria administrando o Takeover Code que seria elaborado por um Grupo de Trabalho da **City**, com a diferença de que, uma vez esboçado, o Código seria submetido a uma Comissão que o revestiria de **status** legal. Além disso, os plenos poderes legais da Comissão estariam sempre disponíveis para apoiar os esforços do Panel e de outras agências auto-

reguladoras. A Comissão de Justiça considerou que, como violações e multas legais iriam constituir um problema, teria inevitavelmente que existir um sistema de recursos às Cortes e "os procedimentos de aplicação da lei, envolvendo penalidades de natureza criminal ou quase criminal, deveriam ser reservados às Cortes desde o início". Este é um ponto discutível uma vez que foi debatido por autoridades conceituadas do sistema atual que uma das principais razões para a manutenção da estrutura não-legal é a velocidade e flexibilidade, resultando principalmente da ausência de envolvimento das Cortes. Embora este argumento tenha algum peso, recentemente ocorreram alguns casos onde o Takeover Panel envolveu-se direta e indiretamente em litígios nas Cortes a despeito de o Código não ter força legal.

O Relatório da Comissão de Justiça também recomendou que a Comissão deveria ter jurisdição não apenas sobre a indústria de títulos, mas também sobre bancos, construtoras e outras instituições de depósito e companhias de seguros. O Escritório de Práticas Comerciais Eqüitativas e a Comissão de Monopólios e Fusões permaneceriam independentes. Os assuntos de rotina tais como o arquivo de documentos também permaneceriam sob a responsabilidade do Departamento de Comércio. O Relatório enfatizou a necessidade de evitar a supervisão parlamentar constante do funcionamento da Comissão já que isto inibiria a iniciativa individual.

É importante ressaltar que a Comissão de Justiça considerou que a nova Comissão não seria uma panacéia e que haveria uma solução de continuidade durante o período de formação de tal órgão.

Uma atitude muito mais radical e controversa foi tomada pelo Grupo de Trabalho do Partido Trabalhista em seu Relatório "a Comunidade e a Companhia"[66], o qual foi denominado por muitos como **Greenpaper**. Isto não constitui uma realidade, posto que o Relatório não reflete, de modo algum, a suscetibilidade consensual do Partido Trabalhista, sem levar em consideração o Governo[67]. Na opinião do Grupo de Trabalho, "a Bolsa de Valores e o Takeover Panel vêm mostrando, ao longo do tempo, que possuem uma combinação de **staff** inadequado para vigiar seus membros dos casos de companhias cotadas na Bolsa de Valores; também carecem de vontade e determinação para reprimir os difundidos escândalos e abusos da **City**"[68].

Este Grupo rejeitou totalmente a idéia de que o esquema auto-regulador existente era adequado ou eficiente e que deveria continuar como o mecanismo primário. De grande importância nas críticas contra a atual estrutura apresentadas pelo Relatório era o fato de que o esquema carecia de um grau suficiente de "interesse público". O interesse público só seria considerado quando em consonância com o auto-interesse dos membros de instituições auto-reguladoras. Esta crítica, embora contenha veracidade, é bastante exagerada.

O Relatório continua a criticar a Bolsa de Valores e o Takeover Panel em termos mais específicos. Por exemplo, afirma que o Panel "não revela cuidado especial quanto à investigação para reprimir (. . .) abusos (. . .) e com relação a este assunto reluta bastante para tomar uma iniciativa, particularmente em relação a **insider trading**". Além de ser injusta, esta crítica não leva em consideração o fato de que as instituições vêm pleiteando uma legislação neste campo há seis anos, segundo elas próprias, devido ao fato de a estrutura auto-reguladora não poder enfrentar adequadamente tais abusos perpetrados por pessoas fora do controle direto da indústria de títulos.

O Relatório recomendou uma racionalização completa da estrutura reguladora, e, em especial, questionou "se um Departamento do Governo – funcionando, como deve, em linhas tradicionais do funcionalismo público – poderia agir com a rapidez e flexibilidade exigidas em uma área de atividades comerciais, industriais e financeiras, onde as circunstâncias mudam rapidamente (. . .) e onde constantemente surgem abusos". Portanto, propôs a criação de uma Comissão de Companhias composta por pessoas "de fora e independentes". Este órgão deveria receber, na opinião do Grupo de Trabalho, poderes e responsabilidades bastante amplos, que se estendessem sobre atividades bancárias, mercado de **commodities**, finanças, indústria de títulos e todas aquelas empresas que procuram os benefícios da responsabilidade limitada. Do mesmo modo que outros relatórios e documentos, foi ressaltada a importância vital de pessoas com experiência e iniciativa ocupando cargos na Comissão.

O relacionamento desta Comissão com as autoridades auto-reguladoras dependeria das circunstâncias do caso em particular. A Comissão assumiria as responsabilidades e poderes dos atuais órgãos legais-oficiais. Ironicamente, o Grupo de Trabalho recomenda que os auto-reguladores atuais devem continuar respondendo pela administração cotidiana, com uma responsabilidade excessiva pela supervisão na Comissão. O Relatório enfatiza que nesta área de regulação cláusulas regulatórias detalhadas eram impraticáveis e inoperantes, e que a legislação delegada deveria ser mais utilizada, com a Comissão desempenhando o principal papel.

É desnecessário dizer que o Relatório do Grupo de Trabalho atraiu um número considerável de comentários[69]. A Bolsa de Valores comentou que, "o **Greenpaper**, em assuntos que lidam com as operações dos mercados financeiros, mostra um grau alarmante de preconceito e desconhecimento".

Também acusou o **Greenpaper** de ser obcecado com a abordagem americana sem prestar a devida atenção nas diferenças óbvias entre os dois países ou nos problemas e fracassos do sistema americano. Em vista disso, sugere-se que é difícil apoiar as afirmativas apriorísticas do **Greenpaper** sem as necessárias evidências empíricas.

Além das opiniões oficiais e não-oficiais delineadas anteriormente, houve inúmeras discussões gerais sobre este tópico. A imprensa, como um todo, favoreceria algum tipo de autoridade legal encarregada da supervisão geral da indústria de títulos[70]. Por outro lado, expressou-se o ponto de vista de que "é bastante provável que, caso se crie uma SEC na Inglaterra, ela conseguiria, em tempo recorde, tornar-se uma agência altamente sofisticada sem apresentar no entanto, a utilidade necessária"[71].

A opinião manifestada pelo meio acadêmico é dividida, mas estaria inclinada a apoiar a criação de uma nova autoridade reguladora[72].

3.6. A Comissão de Inquérito nos Assuntos da City

Dada a dicotomia de opinião, o Instituto de Diretores e o Conselho da Bolsa de Valores sugeriram que o Governo deveria estabelecer uma Royal Commission para examinar o funcionamento da **City** e, em particular, discutir profundamente a questão da regulação da indústria de títulos. De fato, Harold Wilson, quando Primeiro Ministro, prometera criar esta Comissão caso o Partido Trabalhista retornasse ao poder nas eleições de fevereiro de 1974. Em 7 de outubro de 1976, o Governo Trabalhista anunciou estar criando uma Comissão de Inquérito para rever o funcionamento das instituições financeiras, sob a presidência de Sir Harold Wilson, ex-Primeiro Ministro. Os termos de referência da Comissão relacionam-se a:

> *"questionar o papel e funcionamento, interno e externo, de instituições financeiras no Reino Unido e seu valor para a economia; rever em particular a provisão de fundos para indústria e comércio; considerar os custos exigidos nos acordos existentes para supervisão destas instituições, incluindo a possível extensão do setor público; e, fazer recomendações".*

Em 5 de janeiro de 1977, o Governo anunciou os 17 membros restantes da Comissão de Inquérito. Eram três industriais, quatro representantes do sindicato do comércio, três banqueiros, um representante das instituições da **City**, um contador, um jornalista financeiro, quatro economistas, e, naturalmente, o ex-Primeiro Ministro. É digno de nota a omissão de um advogado, embora subseqüentemente tenha sido esclarecido que a Comissão empregaria especialistas quando necessário.

3.7. Mudanças Recentes Efetuadas pelo Departamento de Comércio

Devido ao fato de a Comissão de Inquérito ser uma medida de longo prazo e de não se esperar um relatório em menos de dois anos, o Governo houve por bem introduzir medidas provisórias. Em 21 de outubro de 1976, o Secretário de Comércio, Edmund Dell, anunciou na Câmara dos Comuns quatro medidas visando uma melhoria na supervisão dos mercados de títulos. Enfatizou que enquanto a Comissão de Sir Harold Wilson estava examinando esta área, e as cláusulas atuais não visavam, de modo algum, a preempção de suas recomendações, os inquéritos do Departamento de Comércio haviam divulgado áreas que exigiam atenção imediata.

Estas medidas referem-se aos seguintes tópicos:

a) Deveria ser criado pelo Departamento de Comércio e pelo Banco da Inglaterra um órgão conjunto de revisão. Isto manteria o funcionamento do atual sistema sob constante revisão e revelaria quaisquer hiatos em áreas legais e não-legais;

b) O Banco da Inglaterra deveria desenvolver sua fiscalização na indústria de títulos com vistas a tornar mais efetivo o mecanismo auto-regulador existente;

c) Assim que possível, deveria ser introduzida uma legislação que condenasse abusos tais como **insider trading** e restringisse empréstimos de companhias para diretores; e

d) A Prevention of Frauds (Investments) Act de 1958 deveria sofrer mais emendas para atualizar a regulação do Departamento de Comércio no que concerne às leis de títulos. Isto incluiria poderes mais efetivos para supervisionar corretores licenciados para negociar títulos e possivelmente proporcionaria o licenciamento de consultores de investimentos.

Além disso, foi proposta a criação de uma comissão independente com infraestrutura contábil, para rever os procedimentos investigatórios e disciplinares desta profissão. Isto é de particular importância uma vez que muitos problemas recentes e supostos abusos ou foram resultado de técnicas de auditoria deficientes ou agravados por esta mesma deficiência. Na realidade, o Governo promulgou a Lei de Companhias de 1976 numa tentativa de lidar com este problema, tentando desenvolver o **disclosure** de instituições financeiras e auditoria.

A primeira medida é obviamente a mais interessante sob a ótica deste trabalho. Isto parece refletir a suscetibilidade, identificada de modo geral no Departamento de Comércio, de que não há necessidade imediata de criação de uma agência reguladora legal do tipo SEC. O Secretário de Estado deu à Comissão Conjunta de Revisão termos de referência razoavelmente amplos nos quais deviam, "manter sob reexame o funcionamento do mercado de títulos e os acordos para sua supervisão; identificar quaisquer hiatos ou deficiência na combinação dos controles legais e auto-reguladores e fazer recomendações conforme se adequassem ao Secretário de Comércio e ao Presidente do Banco da Inglaterra".

A Comissão possui Presidentes conjuntos, o Secretário Adjunto do Departamento de Comércio e um Presidente Adjunto do Banco da Inglaterra. Além disso, participarão outros dois membros do Banco da Inglaterra e do Departamento de Comércio, nomeados, vez por outra, pelos respectivos Presidentes. A Comissão não possui qualquer autoridade executiva e não terá influência nos respectivos poderes e responsabilidades do Banco da Inglaterra e do Departamento de Comércio.

3.8. O Conselho da City sobre a Indústria de Títulos

A Comissão Conjunta de Revisão consiste numa inovação interessante, não constituindo certamente uma mudança radical. Sempre houve uma ligação estreita entre o Banco da Inglaterra e o Departamento de Comércio, e este desenvolvimento, em muitos aspectos, vem meramente formalizar a situação existente. Talvez de maior importância tenha sido a divulgação, em julho de 1977, de que as instituições da **City** estão seriamente inclinadas a estabelecerem um City Panel ou um Conselho para a Indústria de Títulos, segundo as linhas propostas pelo City Panel on Takeovers and Mergers. Este órgão seria inteiramente não-oficial e não possuiria poderes legais. De fato, basear-se-ia em recomendações de um relatório confidencial preparado por David Macdonald e Jeffrey Knight, respectivamente Diretor Geral da Diretoria Executiva do City Panel on Takeovers and Mergers e Chefe Executivo da Bolsa de Valores. O Conselho para a Indústria de Títulos aparentemente abarcaria as atuais funções auto-reguladoras do Panel on Takeovers and Mergers e da Bolsa de Valores. Até que ponto sua jurisdição deveria se estender é um assunto a ser debatido na **City**. Todos sabem que Lord Shawcross gostaria de ter a supervisão do mercado de **commodities** dentro de sua jurisdição, porém existe uma idéia marcante de que o Conselho não deveria, pelo menos no início, "dar um passo maior que as pernas".

O Conselho seria composto por pessoas eminentes da **City** tendo, possivelmente, um ex-Presidente do Banco da Inglaterra como Presidente. Também pareceria provável que certos elementos exógenos renomados, em particular um representante do Sindicato do Comércio, fossem incluídos. O Conselho também possuiria uma pequena Diretoria Executiva de cerca de oito funcionários de tempo integral. Portanto, na realidade o Conselho seria, principalmente, um meio de desenvolver a atual estrutura auto-reguladora, proporcionando uma maior ligação entre a Bolsa de Valores e o Panel on Takeovers and Mergers.

Embora atualmente possa parecer que a Grã-Bretanha lança-se à auto-regulação, seria ingênuo achar que o debate terminou. Sob o ponto de vista da grande divisão de opinião entre os méritos e deméritos da auto-regulação, é certo que a questão resurgirá num futuro não muito distante, sendo portanto de alguma valia considerar cuidadosamente os méritos do sistema e fazer algumas recomendações hipotéticas.

4. Vantagens da Auto-Regulação

Eis algumas das vantagens da auto-regulação:

a) As pessoas atualmente ligadas à auto-regulação, são, de modo geral especialistas nesta área, estando freqüentemente no auge de sua carreira profissional;

b) Do ponto de vista do contribuinte, um sistema de auto-regulação eficiente não é dispendioso. Além disso, reflete a idéia de que aqueles que utilizam o mercado deveriam contribuir para os custos de sua manutenção;

c) Velocidade e flexibilidade constituem a característica principal da administração de um sistema que pode ser notado pela ausência de procedimentos legais e regras técnicas;

d) Como as regras não são legais, podem sofrer emendas a fim de ajustar as renovações, sem grandes problemas;

e) Dado o **status** de normas auto-reguladoras, o espírito de regra é mais importante que sua redação literal;

f) A questão da intenção pode ser considerada de maneira mais ampla do que quando um tribunal aplica leis;

g) As Leis devem estar certas de atingirem um grau relativamente alto de definição, porém isto não é possível dada a gama de problemas tais como **insider trading**, nesta área de lei de títulos;

h) A auto-regulação e a responsabilidade provocam uma forte integridade e disciplina profissionais dentro da profissão;

i) A Lei relaciona-se a um mínimo de comportamento que é aceitável em uma sociedade, ao passo que as normas de auto-regulação podem operar a partir de um patamar mais alto;

j) A auto-regulação ajuda a evitar a idéia de "eles" e "nós" entre os reguladores e aqueles pelos quais são responsáveis;

k) Como a base da auto-regulação é o consentimento, o impacto da regulação pode ser estendido para além da jurisdição legal e, em particular, para estrangeiros;

l) A auto-regulação é muito mais apta a levar em conta políticas e objetivos gerais ou primários do que a regulação legal;

m) Como auto-reguladores invariavelmente trabalham em bases informais, tendem a estar mais preparados para correr o risco de assumir responsabilidades e para dar assistência em situações onde uma agência legal, mais diretamente subordinada a um superior, se sentiria inibida;

n) As pessoas em geral são mais inclinadas a responderem a pedidos do que a ordens; e

o) Em termos reais, as sanções de censura e má-reputação que podem ser aplicadas pela auto-regulação são muito maiores que qualquer sanção legal.

. Algumas das Supostas Desvantagens

Eis algumas das supostas desvantagens da auto-regulação:

a) Auto-reguladores parecem agir como juiz e júri em sua própria causa;

b) Em muitos casos, o remédio baseia-se na exclusão que, de modo geral, constitui apenas uma ameaça porque é muito draconiano para realmente ser aplicado. A eficiência da regulação depende da determinação e credibilidade dos reguladores e do desejo dos regulados de evitarem a exclusão do mercado, profissão ou serviço;

c) Como a jurisdição está baseada em consentimento real ou presumido, é contestável e impraticável tentar estendê-la àqueles que não estão subordinados aos poderes do regulador;

d) Existe um conflito ou um conflito potencial entre o interesse dos membros da agência auto-reguladora e aqueles de fora que lidam com tais membros, a despeito de certo grau de identidade de interesses;

e) Devido ao fato de as agências auto-reguladoras não possuírem, de modo geral, uma base legal, não têm poderes legais — não desejando invariavelmente tornarem-se revestidas de tal — não podendo, portanto, lidar adequadamente com aqueles de fora;

f) Existe incerteza quanto à possibilidade de muitas agências auto-reguladoras possuírem privilégios quanto à responsabilidade por difamações;

g) Auto-regulação pode ser dispendiosa e inútil devido a duplicações desnecessárias e abordagens conflitantes;

h) Os reguladores podem ser nomeados devido a seu prestígio social e não por suas qualidades administrativas;

i) Como o público inevitavelmente se beneficia através da confiança pública nos mercados de títulos devido ao aumento de investimento de capital e suas aplicações, não é necessário que as despesas com a regulação e manutenção da indústria de títulos fique a cargo dos usuários diretos do mercado;

j) Dada a falta de responsabilidade sujeita à prestação de contas e de vigilância externas, é difícil determinar se existem muito poucos exemplos de prováveis abusos ou se a agência auto-reguladora está meramente inapta para detectá-los e expô-los;

k) Devido à fragmentação de autoridade é difícil para uma pessoa de fora ou para um regulador oficial no país ou no exterior saber com quem lidar. Além disso, uma vez que são órgãos essencialmente privados não são obrigados a cooperar de forma alguma;

l) Devido à imprecisa base legal das agências auto-reguladoras, podem existir sérias dificuldades caso sua posição seja desafiada nas Cortes. Na realidade, muitas das agências auto-reguladoras não permitirão nem a presença de representantes legais de pessoas que respondem a seus procedimentos administrativos;

m) Existem falhas na rede auto-reguladora, particularmente na área de novas profissões e serviços;

n) O atual sistema de auto-regulação foi construído em bases de um mercado de títulos centralizado ou predominante na **City**. Isto pode ser desafiado pelo desenvolvimento de um mercado de balcão mais substancial, especialmente seguindo a linha da A.R.I.E.L. e o advento do E.E.C.;

o) Uma característica básica da auto-regulação da **City** foi a forte relação sócio-cultural que consolidava os membros. Ultimamente isto sofreu uma redução considerável;

p) Os crescentes interesses estrangeiros, não possuindo necessariamente a mesma ética social e moral que aqueles que lidaram tradicionalmente

com a **City**, estão ansiosos para aceitar sem restrição as regras do **establishment**;

q) As Leis são, pelo menos em teoria, mais certas e previsíveis que a mera auto-regulação e, no clima de violenta competição internacional, muitos prefeririam as regras legais – mais certas –, mesmo correndo o risco de sacrificarem uma *ética maior*;

r) A auto-regulação pode co-existir com a regulação legal, como ocorre nos Estados Unidos em grande escala; elas não se excluem mutuamente;

s) Não existe voz com autoridade capaz de reivindicar uma legislação imediata para lidar com áreas onde a regulação tenha falhado. Isto é evidente no caso de **insider trading**;

t) Não existe delineação precisa de responsabilidade entre as agências existentes, que tendem a um grau de desconhecimento das responsabilidades e objetivos de cada órgão o que, por sua vez, conduz a críticas sobre o fracasso em tratar de assuntos sobre os quais não têm jurisdição, autoridade ou especialização;

u) A flexibilidade real dos auto-reguladores é questionável. Embora possam contar com grande especialização em sua função, podem não ter qualquer conhecimento sobre as áreas a ela relacionadas, e pode existir uma falta de coordenação com aquela agência responsável por esta determinada área. De fato, as diversas agências podem chegar a decisões contraditórias; e

v) Nos últimos anos, tem se observado uma tendência no sentido de as fraudes se estenderem a diversos países. Seria, portanto, preferível, tanto para as agências estrangeiras quanto para aquelas ligadas à aplicação interna da lei, possuir uma autoridade central lidando com estes assuntos no Reino Unido. Pode-se comentar que ocorreram problemas no projeto da legislação E.E.C. como resultado da ausência de uma autoridade central na Grã-Bretanha.

6. Uma Comissão de Bolsas de Títulos Britânica?

Os presentes autores reconhecem, com grande respeito e admiração, os esforços empreendidos pelas várias Instituições da **City** para criar e oferecer um sistema efetivo de auto-regulação, que foram de alguma forma bem-sucedidos, porém concordariam até certo ponto, com a observação do Secretário de Comércio, Edmund Dell:

"(...) nossa atual combinação de controle legal e auto-regulatório, embora talvez bem mais eficiente do que o admitido por aqueles que a criticam, poderia ser melhorado (...)".

Neste sentido, saudamos a nomeação da Comissão de Inquérito como um passo em direção às melhorias necessárias ao sistema. Embora a nomeação de Sir Harold possa ser encarada, por alguns, com desconfiança e, sem dúvida, com suspeita política, espera-se que o Inquérito e o Relatório subseqüente não sejam considerados politicamente tendenciosos. As medidas de menores prazos propostas pelo Secretário de Comércio em relação à criação de um órgão conjunto de revisão são as de melhor aceitação, embora os detalhes sobre sua constituição e poderes ainda tenham que ser planejados juntamente com o papel que se espera que o Banco da Inglaterra desempenhe.

Supõe-se que existe, atualmente, um problema de coordenação e delineação de responsabilidades e alguma veracidade nas críticas do **Greenpaper** no sentido de que o interesse público não é sempre perceptível. As várias Comissões criadas pelo Presidente do Banco da Inglaterra e pela Comissão de Ligação da Bolsa de Valores não constituem os instrumentos mais eficientes para a coordenação e administração cotidianas do sistema. Sugeriu-se que uma solução seria a formação de uma Unidade de Fraude[73] especializada, porém isto solucionaria apenas parte do problema. Outra solução seria a centralização das várias autoridades em um órgão único. De fato, isto foi reconhecido por Lord Shawcross. A questão controversa parece ser a que diz respeito ao fato de o City Panel ou a Comissão de Companhias – qualquer que seja sua nomenclatura – dever ou não possuir uma base legal com poderes legais reguladores e de aplicação da lei. Não é provável que poderes legais significativos sejam conferidos a um órgão não-legal envolvendo um tópico de tal importância.

A primeira questão é se este órgão deve ficar encarregado apenas da detecção e denúncia de fraude ou de uma área de responsabilidade bem mais ampla. Sugere-se que a abordagem mais ampla deva ser preferida e, embora a fraude seja uma questão importante, não seria tão ampla a ponto de restringir uma nova agência a apenas este assunto. Por outro lado, é necessário delimitar a jurisdição do órgão proposto a fim de que a estrutura não se torne muito complexa e resulte em outro Departamento de Comércio. Quanto maior a organização, mais difícil será fomentar o **esprit de corp**, que é tão vital – particularmente no início –, e atrair as pessoas certas.

A segunda questão é se a nova agência deveria assumir imediatamente todas as responsabilidades de regulação, atualmente em poder dos órgãos auto-reguladores. Talvez seja improvável que a atual estrutura possa ser satisfatoriamente incorporada a um regime legal. É improvável que as pessoas engajadas na auto-regulação

queiram continuar em suas funções atuais, a não ser que incentivos substanciais sejam oferecidos. Como uma questão de economia prática, isto não seria inexeqüível. Além disso, uma das maiores vantagens do atual sistema é o fluxo contínuo de pessoal da prática para a regulação e vice-versa. Questiona-se se isto continuaria em um contexto de um esquema legal e, caso isto acontecesse, provavelmente ocasionaria problemas de decoro – como ocorreu nos Estados Unidos. Portanto, supõe-se que a atual estrutura de auto-regulação, pelo menos em um futuro previsível, seja indispensável. Em conseqüência, seria necessário fazer com que as instituições da **City** ganhassem a confiança do Governo e permitir que funcionassem – como atualmente – com um grau suficiente de autonomia e independência, a fim de permitir-lhes reter seu auto-respeito e **status** na **City**.

A Comissão deveria ser estabelecida por um Ato do Parlamento, uma ação que deveria ser coordenada com uma abrangente atualização da lei das S.A., a fim de eliminar lacunas tais como **insider trading** e tornar a lei mais efetiva e realística em áreas tais como empréstimos a diretores e artigo 54. De fato, há muito a ser dito sobre uma recodificação de leis de companhias e títulos. A Comissão deveria se constituir de três membros em horário integral e um Presidente, bem como de um número razoável de membros em regime de meio expediente. Embora possa ser indesejável permitir uma representação direta às instituições da **City**, talvez haja bases para um sistema de nomeação. Em qualquer caso, todas as nomeações deveriam ser feitas pelo Secretário de Comércio. O pessoal recrutado deveria ser altamente qualificado – embora não precisasse necessariamente ser da **City** – e deveria incluir pelo menos um advogado e um contador. Seriam exigidos termos intercalados de mandatos e haveria cláusulas objetivando evitar conflitos de interesses entre os membros. Obviamente seria necessário assegurar que salários e honorários adequados fossem pagos aos membros da Comissão.

Haveria, efetivamente, três níveis de funcionários compondo a Comissão. O nível superior seria constituído de funcionários executivos seniores, capazes de agir por iniciativa própria com um grau substancial de independência. No nível médio deveria existir um conjunto de profissionais com experiência em sua área. O nível inferior consistiria de funcionários administrativos.

A Comissão teria que ser, em última instância, subordinada ao Parlamento. Embora alguns de seus recursos tenham que ser fornecidos pelo Parlamento, o controle e supervisão não deveriam ser tão severos a ponto de se tornarem inibidores; talvez fique provado que a Law Commission é um modelo útil.

Considera-se que a Comissão deve se preocupar com a regulação de corretores, **disclosure** de sociedades anônimas, emissão de títulos, administração geral da legislação de companhias e de leis de títulos – que existirão – bem como a

detecção e denúncia de fraudes nestas áreas. A engrenagem tornar-se-ia complexa, caso assuntos como, seguro, crédito ao consumidor, práticas comerciais eqüitativas, monopólios e práticas restritivas e atividades bancárias estivessem sob a competência da Comissão, devendo, assim, haver controles, na forma de Comissões independentes, embora devessem existir funcionários de ligação em cada uma delas.

A Seção de Investigação de Companhias, o Escritório de Registro de Companhias e o Serviço de Insolvência do Departamento de Comércio deveriam constar dos termos de referência da Comissão. A Seção de Investigação, de modo diferente de outros serviços, poderia, com vantagens, ser substancialmente mudada através da nomeação de inspetores, em tempo integral, de nível sênior das profissões legais e contábeis. Embora, confome discutido anteriormente, os advogados altamente qualificados não estivessem inclinados a aceitar nomeações em regime de tempo integral, membros seniores de profissão jurídica, que são procuradores, estariam bastante propensos a aceitar. Um número reduzido de inspetores em regime de meio expediente poderia ser nomeado quando surgisse a necessidade. Obviamente, sete ou oito inspetores – embora em regime de tempo integral – não poderiam esperar conduzir todas as inspeções, porém muitas delas não exigem a permanente atenção de pessoas de tal importância; portanto, um segundo grupo ou inspetores, de profissões qualificadas, poderiam ser nomeados para auxiliar os inspetores seniores.

Sugere-se que um fortalecimento das patrulhas de fraudes da polícia seria vantajoso. Embora a transferência de funcionários da polícia para a Comissão possa ser considerada indesejável, muito pode ser obtido através do incentivo de um estreito relacionamento entre eles e a Comissão. O papel do Chefe da Promotoria Pública em assuntos relativos ao âmbito de responsabilidade das Comissões deveria ser transferido para a Comissão. Naturalmente, seria necessário distinguir as pessoas envolvidas na área de consultoria, condução de inspeções e denúncias de qualquer caso em particular.

Pode ser que a Comissão devesse receber poderes judiciais ou quase-judiciais tais como, o licenciamento de corretores, a desqualificação de diretores de companhias e mesmo algumas das funções administrativas da Corte Comercial. O inspetor sênior poderia exercer estas funções respaldado por Comissários, em regime de meio expediente, possivelmente provenientes do Judiciário.

A questão mais difícil diz respeito ao relacionamento da Comissão com as organizações auto-reguladoras. É neste ponto que os autores corroboram a sugestão da Comissão de Justiça de que a Comissão deveria, de fato, delegar a esses órgãos a responsabilidade pela administração cotidiana. Em conseqüência, uma estrutura combinando as vantagens da auto-regulação com aquelas de regras legais seria criada, ficando a administração nas mãos dos auto-reguladores, que teriam apoio da Comissão, trazendo os benefícios de coordenação e racionalização. Talvez não seja

muito sensato deixar para a Comissão decidir todas as apelações; as autoridades auto-reguladoras deveriam ser encorajadas a instituírem Comissões de Apelações tais como aquelas do Takeover Panel. Um Comissário certamente poderia participar nesta Comissão.

Nas questões em que a auto-regulação é fraca ou inexistente, caberia à Comissão a responsabilidade até que pudessem ser confiadas a um órgão auto-regulador. Em todos os casos, deveria existir um número considerável de consultas mútuas, evitando ações arbitrárias por parte da Comissão e seus funcionários. A Comissão, em assuntos de utilidade política e econômica, não tem recursos para se opor à estrutura auto-reguladora, a não ser que a questão em jogo seja fundamental. Esta Comissão estaria interessada em melhorar e não em destruir a atual estrutura.

A Divisão de Políticas de Companhias poderia ser transferida para a Comissão, ficando assegurado que suas responsabilidades políticas seriam removidas. É questionável o fato de a Comissão dever, ou não, receber poderes legislativos. Deveria ao menos ter autoridade para sugerir uma legislação ao Secretário de Estado, embora tal procedimento não tenha se revelado insatisfatório com o Diretor Geral de Práticas Comerciais Eqüitativas, cujas sugestões para criação de uma legislação urgente foram completamente desconsideradas. A Comissão deveria ter poderes para promulgar diretrizes, emitir opiniões interpretativas e publicar decisões de agências auto-reguladoras, bem como as suas.

Sabe-se que, embora nenhuma estrutura seja inteiramente livre de problemas, a estrutura aqui proposta parece realmente maximizar as vantagens sem criar um *monstro* burocrático. A **City** manteria seu poder, porém as incriminações políticas e públicas cessariam, haveria clara distribuição de responsabilidade e competência, com um órgão que pode elucidar qualquer área indefinida que surja, ou situações que os auto-reguladores não podem enfrentar efetivamente. Dados os gastos das atuais agências reguladoras oficiais e aqueles incorridos devido à nomeação de inspetores em regime de meio expediente e similares, sugere-se que o custo extra da Comissão proposta seria mínimo. Naturalmente, as agências auto-reguladoras exigiriam alguma assistência, por exemplo, a substancial parcela dos custos do Takeover Panel, que atualmente é assumida pelo Banco da Inglaterra, tornar-se-ia responsabilidade da Comissão. O volume de recursos que seria alocado para os outros órgãos dependeria da posição assumida pelas instituições patrocinadoras. Certamente, a Bolsa de Valores deveria ser encorajada a estabelecer um maior grau de vigilância de mercado. Reconhecidamente, o estabelecimento de uma vigilância do mercado através de uma central de computação com o atual sistema de **jobbing** seria extremamente difícil.

Finalmente, deve-se enfatizar que a criação de tal Comissão não seria uma panacéia. Mesmo em países que possuem agências reguladoras centralizadas, as

fraudes ainda persistem e, na prática, uma grande confiança substancial foi conferida aos auto-reguladores. Existe também o perigo de se tornar demasiadamente burocrática e causar um desperdício de recursos valiosos. Um objetivo primordial para qualquer órgão novo deveria ser o de educar aqueles pelos quais é responsável, assegurando que as *armas de fogo* serão usadas em último caso. Esta foi a abordagem da Comissão de Hong Kong e de inúmeras outras agências recém-criadas no mundo inteiro. Espera-se que a Comissão de Inquérito proceda com muita cautela em uma área onde existe muito a perder e, geralmente, muito pouco a ganhar.

NOTAS

1 Veja Report of the Special Commissioners designados para atender ao Departamento de Comércio da Inglaterra, 25 de Novembro, em House of Commons Journals. Veja também An Act of the Realm "to Restrain the number and ill Practice of Brokers and Stockjobbers".

2 Veja, por exemplo, os seguintes Relatórios de Inspetores do Departamento de Comércio (Reino Unido):
Interim Report on the Affairs of Pergamon Press Ltd., e Report on the Affairs of International Learning Systems Corporation Ltd., por R.O.C. Stable, Q.C., & R.G. Leach 1971, H.M.S.O.; Further Interim Report on the Affairs of Pergamon Press Ltd., 1972, H.M.S.O.; Report on the Affairs of Maxwell Scientific International (Distribution Services) Ltd., Robert Maxwell & Co. Ltd., e Final Report on the Affairs of Pergamon Press Co. Ltd., 1973, H.M.S.O., pelos mesmos inspetores; D.T.I. Interim Report on the Affairs of First Re-Investment Trust Ltd., Nelson Financial Trust Ltd.; English and Scottish Unit Trust Holdings Ltd., por D.C.H. Hirst, Q.C., & R.N.D. Langdon, 1974, H.M.S.O. e Report into the Affairs on the Australian Estates Company Ltd., First Re-Investment Trust Ltd., Nelson Financial Trust Ltd., e English and Scottish Unit Trust Holdings Ltd., pelos mesmos inspetores, 1975, H.M.S.O., D.O.T.; Report into the Affairs of John Willment Automobiles Ltd., por P.J. Millett, Q.C., & M.R. Harris, 1975, H.M.S.O., Report into the Affairs of Hartley Baird por J. Hazan, Q.C., & T. Harding, 1976, H.M.S.O., D.O.T.; Report into the Affairs of London and County Securities Group por A.P. Legatt, Q.C., & D.C. Hobson, 1976, H.M.S.O., D.O.T.; Report into the Affairs of Lonrho, A. Heyman, Q.C., & Sir W. Slimmings, 1976, H.M.S.O.

3 Antigamente, Conselho de Comércio e Departamento de Comércio e Indústria.

4 Outras Seções incluem a Seção de Investigação de Companhias, Seção de Administração de Companhias e a Divisão de Políticas de Companhias. Para uma discussão mais detalhada do trabalho da Divisão de Companhias veja R.H.W. Stacy, *Company Law Administration*, Law Society's Gazette, v. 58, p. 485 e T. Hadden, *Control of Company Fraud*, v. XXXIV, n. 503, P.E.P., pp. 312-18.

5 Veja Loss, *Securities Regulations*, Little Brown Company, 1961, p. 1031, nota 654; e R.D. Fraser, *Administrative Power of Investigation into Companies*, Modern Law Review, v. 34, p. 260; veja também H. Prins, *Protection of the Minority Shareholders in a Limited Company*, Handelsdrukker, Lugdunum Leiden, 1972, parte 6.

6 Veja os Relatórios de Inspetores do Departamento de Comércio citados anteriormente na nota 2.
As disposições legais pertinentes, estabelecendo os poderes do Departamento de Comércio são os artigos 164-175 da *Companies Act* de 1948 e os artigos 35-42 da Companies Act de 1967. Os artigos básicos que tratam da nomeação de inspetores são o 164 e o 165 como se segue:
"A pedido de acionistas da companhia:
Artigo 164 (1) o Conselho de Comércio pode nomear um ou mais inspetores competentes para investigar os negócios de uma companhia e relatá-los:

(a) no caso de uma empresa possuindo capital acionário, a pedido de no mínimo 200 acionistas ou de acionistas que possuam no mínimo 1/10 das ações emitidas;

(b) no caso de uma companhia não possuindo capital acionário, a pedido de no mínimo 1/5 do número de pessoas inscritas no registro de sócios da empresa.

Artigo 164 (2) a petição deverá se fundamentar em provas requeridas pelo Conselho de Comércio, com o objetivo de mostrar que os peticionários têm boas razões para solicitarem a investigação; o Conselho pode, antes de nomear um inspetor, exigir que os peticionários dêem garantia – em um montante que não exceda £ 100 – para os gastos com a investigação.
Artigo 165 – Sem prejuízo de seus poderes, segundo o artigo anteriormente mencionado, o Conselho de Comércio:

(a) pode nomear um ou mais inspetores competentes para investigar os negócios de uma empresa e relatá-los se:
   (i) a empresa por resolução especial ou
   (ii) a corte segundo ordens declarar que seus negócios devem ser investigados por um inspetor nomeado pelo Conselho; e

(b) pode fazer isso se considerar que existem circunstâncias sugerindo:
   (i) que os negócios da companhia estão sendo conduzidos com a intenção de lesar seus credores ou credores de qualquer outra pessoa ou, de outro modo, com propósitos fraudulentos ou ilegais ou em uma maneira opressiva da parte de seus membros ou que foi formada com objetivos fraudulentos ou ilegais; ou
   (ii) que pessoas relacionadas à fundações da companhia ou à administração de seus negócios foram culpadas de fraude, abuso de autoridade ou outros tipos de má conduta em relação à companhia ou a seus sócios; ou
   (iii) que seus sócios não receberam todas as informações relacionadas aos negócios das companhias as quais tinham direito a receber."

Veja, em termos mais gerais, Gore-Brown on Companies, Jordans, p. 801 e seguintes.

7 R.J.W. Stacy, *Company Law Administration*, Law Society's Gazette, v. 58, pp. 485-87.

8 Cmd. 6659 parágrafo 156.

9 No período compreendido entre 1948 e 1958, houve cerca de 705 petições das quais apenas 36 foram aceitas. Parece que entre 1950 e 1966 houve 1.477 petições, nos termos dos artigos 164 e 165, das quais 60 foram aceitas. Recentemente a proporção de aceitação de petições vem aumentando de modo significativo, e no Relatório do Departamento de Comércio de 1975 – último relatório disponível – parece que de 456 petições 177 foram aceitas (Companies in 1975, H.M.S.O.). Os pagamentos a inspetores atingiram um montante superior a £ 759,000.

41 David Foulkes, *The Parliamentary Commissioner and Business Law*, Journal of Business Law, 1970, p. 266 e *Supervision of Companies, Parliamentary Commissioners Reports*, Journal of Business Law, 1974, 23.

42 O Relatório do Comissário James Page à Court of Common Council of the City of London (abril 1975) afirmava que havia 82 investigações concluídas envolvendo cerca de £ 100,000,000 durante o ano. Crane – Deputy Assistant Commissioner of the Metropolitan Police – estimou que havia mais de 90.000 casos de faude relatados anualmente (City Press, 14 de novembro de 1975).

43 T. Hadden, *The Control of Company Fraud*, v. XXXIV, n. 503, PEP 1968, p. 319; porém, veja Seção 441 da Companies Act de 1948.

44 O Departamento de Comércio adota uma abordagem semelhante; veja B.A.K. Rider, *The Regulation of Insider Trading in Hong Kong*, Malaya Law Review, v. 17, n. 310, pp. 321-27.

45 Veja o debate sobre a investigação de fraude em: House of Commons Debates, v. 449, pp. 1329-38, e Morris Finer, Q. C., *Company Fraud*, The Accountant, 5 de novembro de 1966, p. 587; e T. Hadden, *The Control of Company Fraud*, v. XXXIV, n. 503, PEP 1968, p. 324.

46 Committee on the Working of the Monetary System Report, Cmnd 827 (H.M.S.O.), cap. V; Seventh Report from the Select Committee on Nationalised Industries, The Bank of England, Commons Paper 627, 1976; Hamish McRae & Francis Caincross, *Capital City, London as a Financial Centre*, Methuen, 1975; Richard Spiegelberg, *The City – Power Without Accountability*, Bland & Briggs, 1973, cap. 6.

47 Australian Securities Markets and Their Regulation, v. I, Report 16.10, e Minutes of Evidence, p. 845.

48 House of Commons Debates, v. 787, p. 404.

49 Edward Stamp & Christopher Marley, *Accounting Principles and the City Code – The Case for Reform*, Butterworths, 1970, p. 8.

50 Issuing Houses Association, Accepting Houses Committee, Association of Investment Trusts, Associação Britânica de Seguros, Committee of London Clearing Banks e a Bolsa de Valores.

51 Times, 18 de julho de 1967.

52 Dezembro de 1974, parágrafo 35.

53 Veja o City Code on Takeovers and Mergers, revisto, abril de 1976, e B.J. Davis, *An Affair of the City, A Case Study in the Regulation of Takeovers and Mergers*, Modern Law Review, v. 36, p. 457.

54 A Bolsa de Valores é uma estrutura federal, a antiga Bolsa de Valores Provincial continuando a existir como unidades.

55 Veja, por exemplo, o Draft Code of Conduct relacionado ao Transactions in Transferable Securities, Commission of the European Communities, Directorate for Financial Institutions; veja também as propostas para o estabelecimento de um Contact Group, no artigo 19 do Unnumbered Draft Directive, submetido ao Conselho pela Comissão em 26 de setembro de 1972, relacionado ao conteúdo, checagem e distribuição de prospectos a serem publicados quando títulos emitidos por companhias forem admitidos à cotação oficial em uma determinada Bolsa, J.O., 1972, C131/61.

56 Cmnd. 1749, parágrafo 228.

57 Cmnd. 1749, parágrafos 229 e 234.

58 Supervision of the Securities Market – Panel on Takeovers and Mergers, julho de 1974, e The Panel on Takeovers and Mergers Report para o ano findo em 31 de março de 1974, pp. 3-4. Veja Daily Telegraph, 24 de maio de 1973; comentários de John Hull – Diretor-Geral da Diretoria Executiva do Panel – em Times, 26 de junho de 1974; e *Takeovers and the City Code*, New Law Journal, 17 de fevereiro de 1972.

59 Veja as sugestões do Governo Conservador para um Companies Panel, na linha do Takeover Panel, objetivando administrar um Código de Conduta para diretores e empresas, em: Company Law Reform, Cmnd 5391, parágrafos 57 e 58.

60 Relatório de dezembro de 1974.

61 O Instituto de Diretores também expressou opiniões similares; veja carta para o Secretário de Comércio, 17 de fevereiro de 1975, e para o Diretor, julho de 1974.

62 Law Society's Gazette, v. 72, pp. 36-38.

63 D. Higginson, Vice-Presidente da Comissão da Lei de Companhias, Financial Times 15, 1975.

64 Março de 1975, parágrafo 30.

65 Um dos autores teve a honra de participar desta Comissão cujo relatório foi divulgado em outubro de 1974.

66 Maio de 1974.

67 Porém, veja também, provas da Fabian Society para o Secretário de Comércio, *Aims and Scope of Company Reports*, pp. 2-3, e David R. Allan, *Socialising the Company*, Young Fabian Pamphlet, n. 37, p. 26.

68 p. 7 do Relatório.

69 Comentários do Labour Working Party sobre a Reforma da Lei de Companhias e sua Administração pelo Conselho da Bolsa de Valores, julho de 1974, e Stock Exchange New Release, 17 de julho de 1974. Veja também as críticas de: Lord Shawcross em uma carta ao Times de 5 de junho de 1974; Loveday – Presidente da Bolsa de Valores, Press Conference, 29 de junho de 1974; e Edgar Palamountain – Presidente Executivo da Wider Share Ownership Committee – em sua carta ao Times de 8 de junho de 1974.

70 Alguns exemplos podem ser encontrados em Hugh Stephenson, Times, 29 de dezembro de 1975; Financial Times, 18 de dezembro de 1974; Richard Lamb, com o qual um dos autores colaborou, City Press, 16 de janeiro de 1975; Christopher Williams, Times, 8 de março de 1974 e Times, 15 de abril de 1976.

71 Russel Lewis em Daily Telegraph de 11 de setembro de 1973 e de 1º de junho de 1973.

72 J.A. Franks, *The Takeover Panel and the SEC*, Solicitors Journal, 27 de novembro de 1970, p. 875; B.J. Davis, *An Affair of the City, a Case Study in the Regulation of Takeovers and Mergers*, Modern Law Review, v. 36, pp. 457-77; T. Hadden, *Company Law and Capitalism*; C.M. Schmitthof, Journal of Business Law, 1960, pp. 151-59, 1964, p. 297, 1966, p. 106, e 1967, p. 97; Richard Spiegelberg, *The City – Power without Accountability*, Blond & Briggs, 1973, p. 252; Fogarty, A Companies Act 1970, PEP; Gower, *The Principles of Modern Company Law*, Stevens, 3ª Edição, p. 310; Edward Stamp & Christopher Marley, *Accounting Principles and the City Code, the Case for Reform*, Butterworths, 1970, p. 62; Michael Blandies, *The City Regulation on Takeovers and Mergers*, cap. II; Action Society Trust, in: J.M. Samuels ed., Readings on Takeovers and Mergers, Paul Elek Books Ltd., 1970, p. 213; veja também The First Annual Conference of the British Accountancy and Finance Association, Edinburgh 14 e 15 de setembro de 1970, *"Does Britain need a SEC to Protect the Investor and Improve Financial Reporting?"*, publicado em Journal of Business Finance, v. 2, 1970.

73 T. Hadden, *The Control of Company Fraud*, v. XXXIV, n. 503, PEP 1968, p. 328; Nicholas Baker, *Better Company Proposals for Company Law Reform*, Bow Group, pp. 24-28; veja Comment in the New Law Journal, 17 de fevereiro de 1972, p. 160, e também Edward Lyons, M.P., House of Commons Debates, v. 449, p. 1331.

Eficiência Informacional Fraca de Mercados de Capitais sob Condições de Inflação

Ney O. Brito*

Este trabalho discute e formaliza o conceito de mercados de capital eficientes. Após caracterizar os diversos tipos de eficiência, o trabalho discute os fundamentos metodológicos de testes empíricos de eficiência fraca. Até aqui o trabalho é uma revisão com algumas extensões dos resultados de Fama e Leroy que implicitamente assumem a inexistência de inflação ou um processo inflacionário do tipo random walk. O trabalho prossegue para examinar conceitualmente a eficiência informacional fraca de mercados de capital sob condições de inflação e mostra que testes clássicos de eficiência no processo inflacionário brasileiro são inadequados.

1. Introdução

Em mercado de capitais, é feita a alocação de poupança a investimentos na economia. Esta alocação é realizada através da formação de preços dos títulos negociados no mercado. Torna-se pois importante que os preços reflitam as informações existentes no sistema econômico. Mercados cujos preços apresentam esta propriedade são caracterizados como informacionalmente eficientes. Em mercado de capitais informacionalmente eficiente, os preços alocam maiores parcelas da poupança nacional às oportunidades mais produtivas, e os investidores não necessitam dispender tempo e recursos em análise de informações, pois elas já estão refletidas em preços. O resultado seria um mercado de capitais que estimularia não só a participação do investidor individual que não se especializa em análise de informações como também o empresariado mais produtivo e a própria atividade econômica. O reverso deveria acontecer em mercado de capitais informacionalmente ineficiente;

* Professor Adjunto de Finanças do Programa de Administração da COPPE – Universidade Federal do Rio de Janeiro. O autor agradece a assistência em programação de Gilberto Silva e o suporte da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP).

investidores individuais não especializados em análise de informações seriam desestimulados a participar do mercado e o empresariado mais produtivo não teria, em geral, recursos à sua disposição para investimento. A eficiência informacional de mercados de capitais é pois importante para o desenvolvimento e crescimento da atividade econômica.

Este trabalho procurará conceituar de uma forma mais precisa o que se entende por mercado de capitais informacionalmente eficiente, e prosseguirá para examinar a metodologia de testes empíricos de eficiência informacional. Especial atenção será prestada ao impacto da inflação sobre a metodologia e interpretação de testes empíricos de eficiência informacional. Como seria de se esperar, a existência de inflação no ambiente econômico torna questionável a interpretação de resultados de testes empíricos baseados em metodologia adequada ao mercado de capitais americano e a outros mercados que não experimentam inflação de características semelhantes às da brasileira.

O trabalho se concentra no exame de eficiência informacional fraca, ou seja, na habilidade com que analistas refletem sobre preços de títulos informações do tipo séries temporais de preços e rentabilidade passadas de títulos. Estas informações são publicamente disponíveis e devem estar inteiramente refletidas em preços caso o mercado de capitais seja informacionalmente eficiente. Se elas estiverem refletidas em preços, estratégias de investimento que as utilizem não deverão produzir rentabilidade extraordinária. A investigação da rentabilidade oferecida por estratégias que utilizem séries temporais de preços de títulos torna-se pois a maneira de testar a eficiência informacional do mercado.

Suponha que a análise técnica de séries temporais de preços possa oferecer rentabilidade extraordinária. Por exemplo, suponha que a técnica ponto-figura possa oferecer rentabilidade extraordinária. Os analistas financeiros eficientes descobririam isto e demandariam quantidades crescentes de títulos recomendados pela estratégia. Os preços destes títulos aumentariam a um nível tal que toda a rentabilidade extraordinária inicialmente oferecida pela técnica ponto-figura desapareceria. A atuação de analistas financeiros eficientes teria refletido sobre preços de títulos todas as informações contidas em séries temporais de preços passadas que podiam ser captadas via técnica ponto-figura. O mesmo argumento poderia ser desenvolvido para qualquer outra forma de análise técnica, como por exemplo gráficos de barras, médias móveis, filtros e outras. Deve-se observar que seria impossível que todos os investidores do mercado seguissem qualquer uma destas formas de análise técnica. Em tal hipótese, todos demandariam os mesmos títulos e seria impossível encontrar a parte contrária para transacionar, pois toda transação exige uma parte vendedora e uma parte compradora. A inexistência de uma das duas partes corresponde a uma situação inconsistente com o equilíbrio no mercado de

capitais. A atuação de apenas alguns dos analistas financeiros estabelecerá equilíbrio e eficiência informacional no mercado de capitais. Um número bastante reduzido de investidores informacionalmente eficientes atuando em grande escala no mercado seria suficiente para nele introduzir eficiência informacional.

Deve-se observar que se o mercado de capitais é informacionalmente eficiente, todas as vantagens obtidas para o desenvolvimento da atividade econômica devem ser creditadas à atuação eficaz da comunidade de analistas financeiros. Entretanto, a recíproca também é verdadeira: se o mercado é informacionalmente ineficiente, todos os problemas devem ser debitados à comunidade de analistas financeiros. Analistas financeiros são o veículo através do qual informações refletem-se em preços de títulos. Ao discutir-se a eficiência informacional do mercado, simultaneamente discute-se o valor da contribuição social da comunidade de analistas. Finalmente, caberia destacar a interdependência entre eficiência informacional e regulação de mercado de capitais. Caso o mercado e seus analistas sejam informacionalmente ineficientes, pode-se questionar qualquer esforço regulatório. Se o mercado não absorve informações, de que adianta produzi-las?

2. Eficiência Informacional de Mercados de Capitais

A eficiência de mercados de capitais tem sido tópico de intensas pesquisas em Finanças nas últimas décadas. Uma revisão das pesquisas principais desenvolvidas até os princípios da década de 60 aparece em Cootner [3]. Entretanto, o trabalho de Fama [6] deu ao tópico a sua estruturação mais aceita. Embora seja referência obrigatória no assunto, o trabalho de Fama [6] apresenta deficiências, algumas delas apontadas por Leroy [10] e corrigidas pelo próprio Fama [5]. Outras serão discutidas neste trabalho.

Os mercados de capitais são caracterizados como informacionalmente eficientes caso preços de títulos reflitam todas as informações disponíveis no mercado. Esta caracterização usual[1] é de difícil operacionalização, por não ser precisa com relação aos seguintes pontos:

a) o que é relevante para a formação de preços, e como informações afetam os eventuais parâmetros relevantes; e

b) como os eventuais parâmetros relevantes são utilizados para a formação de preços no mercado.

---

[1] Ver Fama [5] e [6], por exemplo.

Ser preciso com relação a (*a*) não é fácil, mas pareceria adequado afirmar-se que toda a distribuição de preços ao final do período de investimentos é relevante para a formação de preços no início do período. Definindo-se que

n = número de títulos negociados no mercado,

ϕ_{t-1} = conjunto de informações disponíveis no princípio do período relevante de investimentos (instante t-1),

$\tilde{p}_{jt}$ = preço do título *j* ao final do período (instante *t*), o til denota ser ele uma variável aleatória em t-1,

$\tilde{P}_t = \left\{\tilde{p}_{jt}\right\}$ = vetor de preços de títulos ao final do período,

$f(P_t|\phi_{t-1})$ = função densidade *verdadeira* de $\tilde{P}_t$, implicada pelo conjunto de informações ϕ_{t-1},

ϕ^m_{t-1} = conjunto de informações utilizadas pelo mercado em t-1, e que

$f_m(P_t|\phi^m_{t-1})$ = função de densidade de $\tilde{P}_t$ estimada pelo mercado com base em ϕ^m_{t-1},

pode-se prosseguir para a caracterização da primeira das condições de eficiência. Mercados serão informacionalmente eficientes se

$$f(P_t|\phi_{t-1}) = f_m(P_t|\phi^m_{t-1}), \qquad (1)$$

ou seja, se o mercado estima corretamente a distribuição de preços de títulos no final do período. A condição (1) parece ser a mais adequada para precisar (*a*), mas apresenta um problema básico: a suposição de existência de uma função densidade *verdadeira* para preços ao final do período pareceria forte, sendo dotada de certa dose de cinismo. Ela assume que preços de títulos ao final do período são determinados pela *natureza* com base na distribuição *verdadeira*, mas que no princípio do período preços são determinados por investidores em mercados de capitais[2].

Infelizmente as funções $f(P_t|\phi_{t-1})$ e $f_m(P_t|\phi^m_{t-1})$ não são reportadas em jornais e boletins técnicos: apenas preços e informações aparecem em tais publicações. Qualquer definição operacional de eficiência informacional deve especificar uma relação de formação de preços a partir das funções densidades, ou seja, deve basear-se em um modelo de equilíbrio em mercados de capitais. A especificação do modelo de equilíbrio satisfará a condição (*b*) citada, e permitirá a operacionalização e realização de testes empíricos de eficiência informacional de mercados de capitais. É preciso não se esquecer de que os testes empíricos se fundamentam no modelo de equilíbrio especificado, sendo pois testes conjuntos de eficiência informacional e da validade do modelo de equilíbrio especificado. Sem qualquer perda de generalidade, o equilíbrio pode ser caracterizado por valores esperados[3]. Definindo-se que

$\tilde{r}_{jt}$ = taxa de retorno da ação *j* no período, como indicado pelo til, uma variável aleatória em t-1,

$E(\tilde{p}_{jt}|\phi_{t-1})$ = valor esperado do preço da ação *j* no final do período ($\tilde{p}_{jt}$), implicado por $f(\tilde{p}_{jt}|\phi_{t-1})$,

$E(\tilde{r}_{jt}|\phi_{t-1})$ = valor esperado de $\tilde{r}_{jt}$ implicado por $f(\tilde{p}_{jt}|\phi_{t-1})$ e pelo modelo de equilíbrio utilizado,

$E_m(\tilde{p}_{jt}|\phi^m_{t-1})$ = valor esperado de $\tilde{p}_{jt}$ implicado por $f_m(\tilde{p}_{jt}|\phi^m_{t-1})$,

$E_m(\tilde{r}_{jt}|\phi^m_{t-1})$ = valor esperado de $\tilde{r}_{jt}$ implicado por $f_m(\tilde{p}_{jt}|\phi^m_{t-1})$ e pelo modelo de equilíbrio utilizado,

$\alpha_j[f(P_t|\phi^*_{t-1})]$ = proporção de riqueza a ser investida na *j*-ésima ação, se a estratégia de investimento α for seguida com base na densidade de probabilidade induzida pelo conjunto de informações ϕ^*_{t-1},

$\alpha[f(P_t|\phi^*_{t-1})] = \left\{\alpha_j[f(P_t|\phi^*_{t-1})]\right\}$ = estratégia de investimento α aplicada à densidade de probabilidade induzida por ϕ^*_{t-1}[4], e que

---

2 É difícil eliminar esta inconsistência que constitui a principal crítica que pode ser feita à reformulação de Fama [5]. A dificuldade de precisão com relação a (*a*) deve ser evidente.

3 Isto não eleva o valor esperado à condição de medida sumária e relevante da distribuição. O equilíbrio poderia ser caracterizado em relação à mediana, por exemplo.

4 Fama [5] e [6] define estratégias de investimento diretamente sobre informações, i.e., $\alpha(\phi^*_{t-1})$. Pode-se argumentar que decisões de investimento por parte de investidores racionais são tomadas com base em distribuições induzidas por informações. A biunivocidade da relação entre informações e distribuições ainda não foi estabelecida. Poderiam pois existir $\phi_{t-1} \neq \phi^m_{t-1}$ tais que, apesar da relação (1) vigorar, as proporções a serem investidas nos diversos títulos poderiam diferir, e $\alpha(\phi_{t-1}) \neq \alpha(\phi^m_{t-1})$, na conceituação de Fama.

$\tilde{Z}_{jt} = \tilde{r}_{jt} - E_m(\tilde{r}_{jt}|\phi^m_{t-1})$ = rentabilidade extraordinária ou excessiva oferecida pelo título *j* no período *t*, uma variável aleatória em t-1,

a relação (1) implica em que $E(\tilde{p}_{jt}|\phi_{t-1}) = E_m(\tilde{p}_{jt}|\phi^m_{t-1})$ e que $E(\tilde{r}_{jt}|\phi_{t-1}) = E_m(\tilde{r}_{jt}|\phi^m_{t-1})$.

Logo,

$$p_{jt-1} = \frac{E_m(\tilde{p}_{jt}|\phi^m_{t-1})}{1 + E_m(\tilde{r}_{jt}|\phi^m_{t-1})} = \frac{E(\tilde{p}_{jt}|\phi_{t-1})}{1 + E(\tilde{r}_{jt}|\phi_{t-1})}. \qquad (2)$$

A relação (2) mostra como o modelo de equilíbrio determinaria p_{jt-1} com base em $f_m(\tilde{p}_{jt}|\varphi^m_{t-1})$ ao estabelecer $E_m(\tilde{r}_{jt}|\phi^m_{t-1})$. Mais ainda, o modelo poderia se basear em $f(\tilde{p}_{jt}|\phi_{t-1})$ e apresentaria o mesmo resultado.

Assumindo-se um modelo de equilíbrio, pode-se prosseguir para testes de eficiência utilizando séries temporais de preços de títulos. A relação (1) implica que em mercados eficientes não devem existir estratégias de investimento que permitam rentabilidade esperada superior à rentabilidade esperada de equilíbrio. Para a estratégia $\alpha[f(P_t|\phi^m_{t-1})]$ de investimento, a relação (1) implica que[5]

$$\alpha[f(P_t|\phi_{t-1})] = \alpha[f_m(P_t|\phi^m_{t-1})] \text{ e que} \qquad (3a)$$

$$\sum_{j=1}^{n} \alpha_j [f(P_t|\phi_{t-1})] E(\tilde{r}_{jt}|\phi_{t-1}) =$$

$$= \sum_{j=1}^{n} \alpha_j [f_m(P_t|\phi^m_{t-1})] E_m(\tilde{r}_{jt}|\phi^m_{t-1}). \qquad (3b)$$

Em palavras, a rentabilidade esperada da estratégia utilizando o conjunto total de informações, ϕ_{t-1}, é idêntica à rentabilidade esperada utilizando apenas o subconjunto ϕ^m_{t-1} de informações. Esta propriedade já era evidente na relação (2): preços

---

5 Deve-se observar que a relação (1) implica diretamente em (3a), e que

$$\sum_{j=1}^{n} \alpha_j [f(P_t|\phi_{t-1})] (\tilde{r}_{jt}|\phi_{t-1}) = \sum_{j=1}^{n} \alpha_j [f_m(P_t|\phi^m_{t-1})] (\tilde{r}_{jt}|\phi^m_{t-1}).$$

Aplicando-se o operador valor esperado a esta relação, obtém-se a relação (3b). A relação (3b) é um pouco mais forte do que as relações semelhantes de Fama [5]. Ele implicitamente supõe que $\alpha(\phi_{t-1}) = \alpha(\phi^m_{t-1})$. Ver nota de rodapé (4).

de títulos são idênticos, quer o modelo de equilíbrio se baseie em ϕ_{t-1}, quer ele se baseie em ϕ^m_{t-1}. Os testes de eficiência irão pois se concentrar na existência de estratégias de investimento que ofereçam rentabilidade extraordinária[6] esperada positiva e significante.

Diversos subconjuntos de ϕ_{t-1} podem ser delimitados para testes de eficiência. Dois subconjuntos têm sido utilizados na caracterização clássica de eficiência: o conjunto de séries temporais de preço e rentabilidade, a ser simbolizado por ϕ^F_{t-1}, e o conjunto de informações publicamente disponíveis, a ser simbolizado por φ^S_{t-1}. Os mercados de capitais serão eficientes da forma fraca se não existirem estratégias de negociação com base em séries temporais de preços que ofereçam rentabilidade extraordinária esperada positiva[7]. Serão eficientes da forma semi-forte se não existirem estratégias de negociação com base em informações publicamente disponíveis que ofereçam rentabilidade extraordinária. Caso os mercados sejam eficientes da forma fraca, estratégias do tipo técnica ponto-figura e gráfico de barras não devem produzir rentabilidade extraordinária. Caso os mercados sejam eficientes da forma semi-forte, estratégias baseadas em dados publicados de balanços e demonstrativos financeiros não devem produzir rentabilidade extraordinária esperada positiva[8]. Os mercados de capitais serão eficientes da forma forte se inexistirem estratégias de investimento com base no conjunto universo de informações ϕ_{t-1}, que produzam rentabilidade extraordinária esperada positiva. Em mercados eficientes da forma forte não deverão existir ganhos extraordinários para estratégias baseadas em informações não públicas e privilegiadas. A evidência empírica no mercado norte-americano sugere que ele seja eficiente da forma fraca e semiforte, mas ineficiente da forma forte[9]. Este trabalho prosseguirá para examinar aspectos metodológicos relevantes e testes empíricos anteriores de eficiência fraca do mercado de capitais brasileiro.

---

6 Por rentabilidade esperada extraordinária ou excessiva, define-se a rentabilidade esperada oferecida pela estratégia em excesso à rentabilidade esperada de equilíbrio do mercado baseada em ϕ^m_{t-1}. Em símbolos, a rentabilidade extraordinária oferecida por $\alpha[f(P_t|\phi^*_{t-1})]$ seria $E \sum_{j=1}^{n} \alpha_j [f(P_t|\phi^*_{t-1})] \tilde{Z}_{jt}$, que deveria ser nula em mercados eficientes.

7 Em símbolos, $E\left[\sum_{j=1}^{n} \alpha[f(P_t|\phi^F_{t-1})] \tilde{Z}_{jt}\right] = 0.$

8 Em símbolos, $E \sum_{j=1}^{n} \alpha[f(P_t|\phi^S_{t-1})] \tilde{Z}_{jt} = 0.$

9 Ver Beaver [2], Fama [6] e Jaffe [8].

A hipótese de que a rentabilidade extraordinária esperada de estratégias de investimento é nula é também chamada de hipótese do jogo justo por Fama [6]. Tal hipótese é expressa matematicamente pela relação (3b), e tem uma implicação importante para testes de eficiência. Observando que para qualquer k inteiro e positivo

$$E(\tilde{Z}_{jt+k} \cdot \tilde{Z}_{jt}) = \int_{Z_{jt}} Z_{jt} \cdot E(\tilde{Z}_{jt+k} | Z_{jt}) f(\tilde{Z}_{jt})\, d\, Z_{jt},$$

e que pela hipótese do jogo justo $E(\tilde{Z}_{jt+k} | Z_{jt}) = 0$, Fama [6] prossegue para derivar que a hipótese de jogo justo implica em que

$$E(\tilde{Z}_{jt+k} \cdot \tilde{Z}_{jt}) = 0, \tag{4}$$

isto é, rentabilidades extraordinárias de títulos (e, por conseqüência, rentabilidades extraordinárias de estratégias) não devem apresentar autocorrelação serial em mercados eficientes. A relação (4) vem a suportar testes empíricos de eficiência, como será visto a seguir.

3. Eficiência Informacional Fraca: Testes Empíricos

Na seção anterior, procurou-se conceituar mercados de capitais eficientes, mas ainda não parece claro de que maneira se pode desenvolver testes empíricos de eficiência fundamentados nas relações (1) a (4). A relação (4) sugere que a autocovariância serial de taxas de retorno em títulos seja nula. Se isto realmente ocorrer, existirá uma hipótese de eficiência testável. Conforme indicado no Apêndice, a relação (4) implicará em autocovariância e autocorrelação serial nula se, para qualquer k,

$$E(\tilde{r}_{jt+k} | r_{jt}) = E(\tilde{r}_{jt+k}), \tag{5}$$

ou seja, se o processo gerador de taxas de retorno não tiver *memória*, e se o que se espera acontecer no futuro for independente do que ocorreu no passado. Apesar da relação (5) não representar uma condição necessária para eficiência[10], significa uma suposição necessária para o desenvolvimento de testes empíricos de eficiência. Mais ainda, testes empíricos de autocorrelação serial exigem a suposição de que taxas de retorno esperadas sejam constantes ao longo do tempo, isto é,

$$E(\tilde{r}_{jt+k} | r_{jt}) = E(\tilde{r}_{jt+k}) = E(\tilde{r}_j). \tag{6}$$

---

10 As condições de eficiência seriam apenas as relações (1) a (4).

Processos estocásticos que satisfazem as condições da relação (6) seriam os processos estacionários e serialmente independentes, ou seja, processos estacionários do tipo **random walk** (RW) sem tendência. As duas suposições – estacionariedade e independência serial – são distintas, e não devem ser confundidas. Consideremos o processo

$$\tilde{r}_{jt+1} = E(\tilde{r}_{jt}) + \tilde{\epsilon}_j, \tag{7}$$

onde $Cov(\tilde{\epsilon}_{jt+k}\, \tilde{\epsilon}_{jt}) = 0$ para todo k. Este processo sempre satisfaz a condição suficiente para eficiência da relação (5), mas só satisfará a relação (6), sendo estacionário, se $E(\tilde{\epsilon}_j) = 0$[11]. Se o processo estocástico gerador de taxas de retorno do título for do tipo expresso pela relação (7) com $E(\tilde{\epsilon}_j) > 0$, testes empíricos baseados na suposição de estacionariedade tenderão a produzir evidência de autocorrelação serial positiva, que na realidade seria evidência da inadequação da suposição de estacionariedade.

Em resumo, para se reduzir as condições de eficiência de mercados de capitais ao nível de hipóteses testáveis, é necessário supor-se, adicionalmente, que o processo estocástico gerador de taxas de retorno é estacionário e serialmente independente. Estas suposições são fortes e os testes empíricos podem ser reduzidos a testes clássicos de autocorrelação serial de taxas de retorno de títulos[12]. Serão testes conjuntos das hipóteses de eficiência, estacionariedade e independência serial. Se os níveis de autocorrelação serial não forem significativamente diferentes de zero, não se pode rejeitar a hipótese de que mercados de capitais são eficientes. Entretanto, se os níveis de autocorrelação serial forem significativamente diferentes de zero, não se pode precisar qual a hipótese violada, podendo os resultados ter sido causados por ineficiência do mercado ou por inadequação das hipóteses de estacionariedade e independência serial. Neste caso, seria precipitado concluir-se que mercados são ineficientes.

---

11 Se $E(\tilde{\epsilon}_j) > 0$, o processo é um RW com tendência positiva ou um processo *submartingale*, e se $E(\tilde{\epsilon}_j) = 0$, o processo é um RW com tendência nula ou um processo *martingale*.

12 Os testes de significância de autocorrelação serial são os mais rigorosos, mas ao nível de análise comparativa e gráfica, pode-se pensar em comparar séries temporais de taxas de retorno observadas com séries simuladas segundo um processo RW sem tendência. Neste caso, a escolha do processo simulador torna-se uma decisão crítica. Por exemplo, as sub-rotinas Gauss e Randu do SSP (Scientific Subroutine Package) da IBM são deficientes. A sub-rotina Randu "falha em testes estatísticos elementares pois, devido à escolha inadequada de multiplicador, triplas consecutivas de números gerados são perfeitamente correlacionadas" (Academic Computing Services Bulletin) [1]. A sub-rotina Gauss utiliza a Randu.

Testes de autocorrelação serial são testes de um tipo especial de dependência serial, apenas examinando a dependência serial linear. É possível que inexista qualquer dependência linear entre duas variáveis perfeitamente relacionadas (e dependentes) de forma não-linear. A dependência não-linear é inconsistente com a relação (5), sendo também inconsistente com eficiência de mercados caso permita o desenvolvimento de estratégias de negociação que ofereçam rentabilidade extraordinária esperada positiva. Considere o caso de perfeita dependência serial entre taxas de retorno de um título, sendo a relação de dependência de tipo senoidal, como indicado na Figura 1. O coeficiente angular da regressão linear simples de $\tilde{r}_{jt+1}$ em $\tilde{r}_{jt}$ de uma amostra de tamanho razoável não deverá ser significativamente diferente de zero, o que indicaria a inexistência de dependência serial linear e de autocorrelação serial de taxas de retorno. Entretanto, considere estratégia de investimento do tipo:

a) compre o título caso seu preço suba de pelo menos *x%*, e fique com ele até que seu preço caia de pelo menos *x%*;

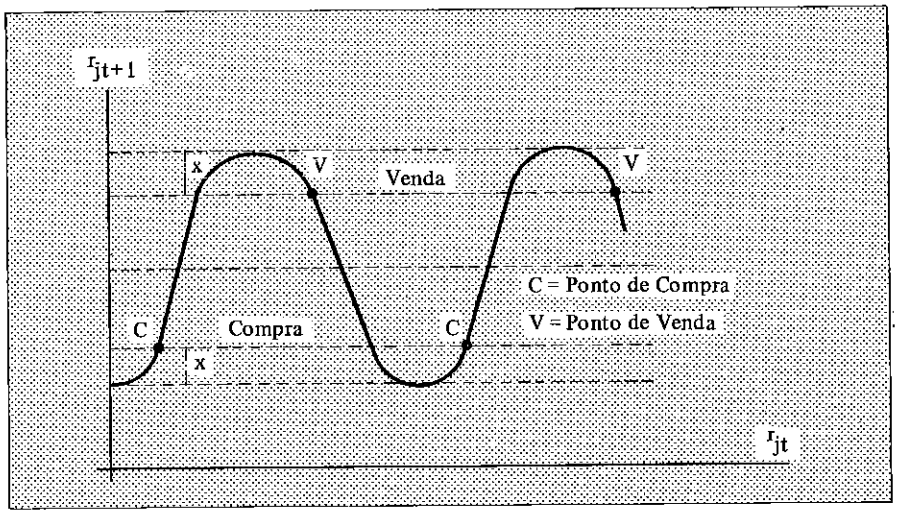
b) nesta ocasião, venda a posição no título e entre em títulos de renda fixa, ficando neles até que o título suba *x%* após um movimento de queda; nesta ocasião, compre o título e recomece o ciclo.

Para *x* suficientemente pequeno, deve ficar claro ao leitor que a estratégia ofereceria rentabilidade extraordinária esperada positiva caso a relação fosse do tipo senoidal da Figura 1, pois permitiria, consistentemente, a compra do título perto de um ponto de baixa, e a venda perto de um ponto de alta. Dependendo do ciclo e da amplitude da relação, a estratégia pode oferecer rentabilidade esperada positiva até mesmo considerando-se e deduzindo-se os custos de transação (comissões de corretagem). Isto seria inconsistente com a hipótese de eficiência de mercados de capitais. A estratégia de investimento do tipo descrito constitui a chamada estratégia de filtro de *x%*. A rentabilidade oferecida por tais estratégias constitui o teste de dependência serial não-linear entre taxas de retorno e de eficiência de mercados de capitais. Tais testes são importantes para o exame de eficiência de mercados de capitais.

Um outro conjunto de testes relevantes para o exame de eficiência de mercados de capitais seria o dos testes de corridas de sinal. O resultado de testes de autocorrelação serial e estratégias de filtro pode ser dependente de um conjunto pequeno de observações de grande magnitude. Para eliminar o efeito magnitude, pode-se examinar somente a série de sinais de variações de preço. Caso o processo estocástico gerador de taxas de retorno seja estacionário com média nula, sem apresentar dependência serial (RW), os sinais de taxas de retorno de qualquer título devem variar aleatoriamente e não é provável que existam *corridas* longas de um

mesmo sinal[13]. Caso o processo seja estacionário com média não-nula e RW, a série relevante de sinais seria a constituída por sinais dos desvios das observações em relação à média de amostra e, novamente, não deverão existir corridas longas de um mesmo sinal em mercados de capitais eficientes. A evidência empírica do mercado norte-americano fundamenta-se na suposição de média nula e, como a hipótese de eficiência não é rejeitada em tais mercados, não houve necessidade de prosseguir-se para testes de sinais de desvios em relação à média da amostra. Entretanto, uma segunda bateria de testes pode ser necessária no mercado brasileiro.

FIGURA 1 – Estratégia de Filtro e Dependência Não-Linear



Até o momento, todos os testes de eficiência propostos basearam-se explícita ou implicitamente em séries temporais de taxas de retorno de títulos. Por uma questão de perspectiva histórica, deve-se observar que os testes iniciais de eficiência foram testes de autocorrelação serial em séries de preços de títulos sob a hipótese de que

$$E(\tilde{p}_{jt+k} | p_{jt}) = E(\tilde{p}_{jt+k}) = E(\tilde{p}_j),$$

---

13 A *corrida* de sinais relevante seria o maior número de repetições seguidas do mesmo sinal. Na série de sinais + + – – + + + + – + – + – – a corrida seria igual a 4, o maior número de repetições seguidas que ocorreu com o sinal +. Para discussão detalhada dos testes de corrida, ver Siegel [13].

e de que o processo gerador de preços era estacionário e RW. A hipótese é forte: supor que o preço de um título amanhã não depende do preço do título hoje é heróico. Não surpreendentemente, os resultados dos testes iniciais sugeriam alguns desvios significativos de aleatoriedade em séries temporais de preços de títulos. A comunidade de economistas financeiros observou então que as variações de preços de títulos é que deveriam estar associados a informações que chegam ao mercado no período. Definindo a variação de preço de um título j do instante t ao instante $t+1$ como $\Delta_{jt} = p_{jt+1} - p_{jt}$, a literatura prosseguiu para testes de autocorrelação serial em séries de variações de preços de títulos sob a hipótese de que o processo gerador era RW e estacionário, o que implicaria em

$$E(\tilde{\Delta}_{jt+k} | \Delta_{jt}) = E(\tilde{\Delta}_{jt+k}) = E(\tilde{\Delta}_j).$$

Apesar dos resultados destes testes não terem sido ruins, os economistas financeiros se depararam com um problema. Consideremos uma informação que seja igualmente *boa ou ruim* para dois títulos diferentes com preços diferentes: seu impacto sobre os preços dos títulos não deve produzir variações absolutas de preços idênticas, mas sim variações relativas de preços idênticos. Seria pois adequado trabalhar com variações de preços de títulos normalizados pelo nível de preços dos títulos. Tal variação normalizada é a taxa de retorno oferecida pelo título no período, e taxas de retorno passaram a ser utilizadas em testes de eficiência[14].

Finalmente, caberia discutir a utilização de médias em testes de eficiência. Alguns dos testes iniciais de eficiência utilizaram médias aritméticas mensais de preços em testes de correlação serial. À medida que os períodos utilizados em média tornam-se mais longos, menos razoável será a suposição de estacionariedade do processo gerador de séries temporais de médias. A prática de utilizar médias aritméticas não é mais utilizada, mas a prática de utilizar médias geométricas ainda é encontrada. Deve-se observar que o período a ser utilizado para determinação de taxas de retorno é mensal, a taxa de retorno mensal será a média geométrica das taxas de retorno diárias. A escolha do período de trabalho para testes de eficiência é pois uma decisão importante. Por exemplo, mesmo em mercados norte-americanos, a hipótese de autocorrelação serial nula começa a ser rejeitada caso períodos longos sejam utilizados na determinação de séries temporais de taxas de retorno[15]. Parece mais adequado interpretar esta evidência de autocorrelação serial como evidência de inadequação da hipótese de estacionariedade do que como evidência de inefi-

[14] Uma excelente discussão desta evolução aparece em Cootner [3].

[15] Ver Cootner [4], para uma discussão destes pontos. Ele também observa desvios de um comportamento RW sem tendência no mercado norte-americano.

ciência de mercados norte-americanos. Em períodos longos, as taxas de retorno devem refletir tendências gerais de longo prazo, e tais tendências são inconsistentes com a estacionariedade.

4. Eficiência Informacional Fraca sob Condições de Inflação

Até o momento, a conceituação e testes empíricos propostos para o exame de eficiência informacional fraca de mercado de capitais não consideraram o efeito de inflação no ambiente econômico. A suposição implícita foi a de inexistência de inflação. Em um ambiente inflacionário, qualquer título oferecerá duas taxas de retorno em qualquer período: uma nominal e outra real. Definindo-se que

$\tilde{r}_{jt}$ = taxa de retorno real oferecida pelo título j ao final do período (instante t),

$\tilde{R}_{jt}$ = taxa de retorno nominal oferecida pelo título j ao final do período,

$\tilde{\eta}_t$ = inflação observada no período,

$f(\tilde{r}_{jt} | \phi_{t-1})$ = função densidade *verdadeira* da taxa $\tilde{r}_{jt}$, dado o conjunto total de informações disponíveis, ϕ_{t-1}, e que

$f_m(\tilde{r}_{jt} | \phi^m_{t-1})$ = função densidade da taxa $\tilde{r}_{jt}$ estimada pelo mercado, usando o conjunto de informações que ele considera relevante, ϕ^m_{t-1},

todas estas variáveis são aleatórias em $t-1$, mas satisfazem aproximadamente[16] à conhecida relação fisheriana:

$$\tilde{R}_{jt} = \tilde{r}_{jt} + \tilde{\eta}_t. \tag{8}$$

Como os investidores racionais não devem apresentar *ilusão monetária*, as taxas de retorno relevantes para o exame de eficiência são as taxas de retorno reais oferecidas pelos diversos títulos do mercado. Como observado por Fama [7], em mercados eficientes sob inflação, a condição

$$f(\tilde{r}_{jt} | \phi_{t-1}) = f_m(\tilde{r}_{jt} | \phi^m_{t-1})$$

deve ser satisfeita.

[16] A relação é multiplicativa, isto é, $(1 + \tilde{R}_{jt}) = (1 + \tilde{r}_{jt})(1 + \tilde{\eta}_t) = 1 + \tilde{r}_{jt} + \tilde{\eta}_t + \tilde{r}_{jt}\tilde{\eta}_t$. Como em períodos curtos $\tilde{r}_{jt}\tilde{\eta}_t$ é aproximadamente zero, temos a relação (8).

Testes empíricos de eficiência informacional fraca deveriam pois examinar séries temporais de taxas de retorno reais oferecidas pelos diversos títulos no passado[17]. As estimativas de taxas de retorno reais passadas teriam que ser obtidas por diferença. As taxas de retorno nominais podem ser observadas, e delas subtraindo-se o nível de inflação estimado por variação em índice de preços obtêm-se as estimativas de taxas reais. Com as séries temporais de estimativas de taxas reais, poder-se-ia pensar em prosseguir diretamente aos testes empíricos discutidos nos itens anteriores. Convém entretanto enfatizar que as taxas reais obtidas por diferença são estimativas das taxas reais verdadeiras, e são tão boas quanto o índice de preços utilizado para estimar inflação. Os problemas estáticos[18] e dinâmicos[19] associados à composição de índices de preços não são novos. As estimativas de inflação com base em índices de preços contém pois erros de medida que são transmitidos às estimativas de taxas reais obtidas por diferença. Como taxas de retorno nominais não contêm tais erros de medida, seria desejável desenvolverem-se testes empíricos de eficiência informacional fraca sob condições de inflação utilizando taxas de retorno nominais.

Considere inicialmente o caso de testes de autocorrelação serial. Caso as taxas de retorno reais verdadeiras fossem disponíveis, e assumindo-se que o processo estocástico que as gera é estacionário, e que os mercados de capitais são eficientes, então os níveis de autocorrelação serial seriam nulos. A hipótese de que

$$E(\tilde{r}_{jt}) = E(\tilde{r}_j) \text{ e } Cov(\tilde{r}_{jt}, \tilde{r}_{jt-1}) = 0, \text{ para todo } t, \tag{9}$$

seria a hipótese consistente com a eficiência a ser testada, como discutido no item anterior. Entretanto, duas perguntas pareceriam adequadas:

a) Sob que condições testes de estacionariedade e autocorrelação serial da série de taxas de retorno nominais $\{R_{jt}\}$ seriam testes da eficiência do mercado de capitais?

b) Estas condições encontram suporte empírico?

---

17 Por consistência notacional, definiu-se a taxa de retorno real com os mesmos símbolos utilizados para taxas de retorno nos itens anteriores. As suposições e testes discutidos nesses itens podem pois ser diretamente transpostos para o caso de taxas reais.

18 Isto é, em um determinado instante, qual a cesta relevante para a composição do índice de preços. Para uma boa discussão do problema, ver Michael [12].

19 Isto é, como a cesta relevante se modifica à medida que a estrutura de preços se modifica. Para uma boa discussão do problema, ver Lloyd [11].

Se $\{R_{jt}\}$ é estacionária sem autocorrelação serial, então

$$E(\tilde{R}_{jt}) = E(\tilde{R}_j) \text{ e } Cov(\tilde{R}_{jt}\,\tilde{R}_{jt-1}) = 0, \text{ para todo } t. \tag{10}$$

Caso o mercado seja eficiente, as relações (8) a (10) implicam que[20]

$$E(\tilde{\eta}_t) = E(\tilde{R}_j) - E(\tilde{r}_j) = E(\tilde{\eta}), \tag{11}$$

isto é, o valor esperado de inflação não depende do período. Mais ainda, a hipótese de eficiência e as relações (8) a (10) implicam que a relação[21]

$$Cov(\tilde{\eta}_t\,\tilde{r}_{jt-1}) + Cov(\tilde{\eta}_t\,\tilde{\eta}_{t-1}) = 0 \tag{12}$$

também deve ser satisfeita para que a série de taxas de retorno nominais seja estacionária e sem autocorrelação serial. Entretanto, não existe qualquer argumento que sugira uma eventual dependência entre a taxa de inflação no presente período e a taxa de retorno real no período passado e pareceria pois razoável supor-se que $Cov(\tilde{\eta}_t, \tilde{r}_{jt-1}) = 0$[22]. As condições (11) e (12), que permitiriam o teste de eficiência informacional utilizando séries de taxas de retorno nominais de títulos, seriam reduzidas a

$$E(\eta_t) = E(\tilde{\eta}) \text{ e } Cov(\tilde{\eta}_t\,\tilde{\eta}_{t-1}) = 0, \text{ para todo } t. \tag{13}$$

Isto responde à primeira pergunta já formulada: se a série temporal de inflação é estacionária sem autocorrelação serial, pode-se testar a hipótese de eficiência informacional fraca utilizando-se séries temporais de taxas de retorno nominais.

Testar empiricamente as condições indicadas em (13) é simples. Testes clássicos de autocorrelação serial na série temporal de inflação são testes das condições em (13). Mais ainda, os erros de medida em inflação discutidos anteriormente tendem a atenuar a eventual relação entre $\tilde{\eta}_t$ e $\tilde{\eta}_{t-1}$, favorecendo pois a hipótese a

---

20 Observe que $E(\tilde{R}_{jt}) = E(\tilde{r}_{jt}) + E(\tilde{\eta}_t) = E(\tilde{r}_j) + E(\tilde{\eta}_t) = E(\tilde{R}_j)$, o que permite derivar a relação (11).

21 Observe que as relações (8) e (10) implicam que $Cov(\tilde{R}_{jt}\,\tilde{R}_{jt-1}) = Cov(\tilde{r}_{jt}\,\tilde{r}_{jt-1}) + Cov(\tilde{r}_{jt}\,\tilde{\eta}_{t-1}) + Cov(\tilde{\eta}_t\,\tilde{r}_{jt-1}) + Cov(\tilde{\eta}_t\,\tilde{\eta}_{t-1}) = 0$. Como em mercados eficientes a taxa real no presente período não deve depender de informações passadas, $Cov(\tilde{r}_{jt}\,\tilde{r}_{jt-1}) = Cov(\tilde{r}_{jt}\,\tilde{\eta}_{t-1}) = 0$ e obtém-se então a relação (12).

22 A razoabilidade da suposição será novamente discutida mais adiante considerando-se os estimadores de $Cov(\tilde{\eta}_t\,\tilde{\eta}_{t-1})$.

ser testada[23]. Caso níveis de autocorrelação serial significativos sejam observados na série temporal de estimativas de inflação baseadas nos índices reportados, não há como deixar de refutar a hipótese de que as condições em (13) sejam válidas, ao nível de significância do teste. Definindo-se que

I_t = valor de um índice de preços no instante t,

$$\tilde{\eta}_t^I = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}, \text{ e que}$$

$$\tilde{\eta}_t^c = \frac{I_{t-1}^{-1} - I_t^{-1}}{I_{t-1}^{-1}} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_t},$$

dois índices de inflação podem ser compostos. Um deles constituiria a variação relativa de I_t, de t-1 para t, e o outro seria a perda relativa no poder de compra da moeda, de t-1 para t. O primeiro seria o índice clássico de inflação, e será denotado $\tilde{\eta}_t^I$, como anteriormente definido. Como o poder de compra da moeda é o inverso do nível do índice, o segundo índice de inflação seria $\tilde{\eta}_t^c$, conforme acabou de ser definido. Séries temporais dos dois tipos de índices de inflação foram obtidas utilizando os três índices de preços mais comuns no mercado brasileiro: o índice geral de preços (IGP), o índice geral de preços em disponibilidade interna (IDI) e o índice de preços por atacado (IPA), todos publicados pela Conjuntura Econômica da Fundação Getúlio Vargas. O período 1968-76 e dados mensais foram utilizados, num total de 107 observações mensais[24]. Os níveis de autocorrelação serial para as seis séries de índices de inflação[25] foram testados para defasagens de até dez períodos. Os resultados aparecem na Tabela 1, que responde à segunda das perguntas anteriormente formuladas. Não se pode rejeitar a hipótese de que os níveis de autocorrelação na série de inflação são significativos. Para todos os índices, os níveis de autocorrelação são significativos ao nível de 5% até 5 meses de defasagem[26]. Para todos os índices, os níveis de autocorrelação são significativos ao nível de 1% até 2 meses de defasagem e, para índices baseados no IGP e no IDI, até 4 meses de defasagem.

23 Ver Johnston [9].

24 As 106 observações de inflação correspondem a 108 observações mensais dos índices. Como o IPA começou a ser publicado após 1968, todas as observações a ele relativas foram utilizadas e produziram 89 observações de inflação.

25 (Três índices de preços) X (duas formas de definir inflação).

26 A única exceção ocorre para índices baseados no IPA, com defasagem de 4 meses.

Os resultados indicam que seria inadequado testar a eficiência informacional fraca do mercado brasileiro utilizando séries temporais de rentabilidade nominal[27].

TABELA 1 – Autocorrelação Serial de Índices de Inflação

Defasagem (em meses)	Índice	IGP		IDI		IPA	
		η_c	η_I	η_c	η_I	η_c	η_I
1	ρ	0,685*	0,688*	0,696*	0,700*	0,653*	0,657*
	(t_B)	(9,58)	(9,66)	(9,87)	(9,99)	(8,00)	(8,07)
2	ρ	0,490*	0,492*	0,469*	0,470*	0,386*	0,385*
	(t_B)	(5,70)	(5,74)	(5,38)	(5,41)	(3,86)	(3,84)
3	ρ	0,346*	0,345*	0,359*	0,358*	0,219**	0,217**
	(t_B)	(3,72)	(3,72)	(3,87)	(3,87)	(2,06)	(2,04)
4	ρ	0,279*	0,276*	0,285*	0,281*	0,187	0,184
	(t_B)	(2,91)	(2,88)	(2,97)	(2,95)	(1,74)	(1,70)
5	ρ	0,214**	0,212**	0,221**	0,219**	0,239**	0,235**
	(t_B)	(2,19)	(2,18)	(2,26)	(2,25)	(2,23)	(2,19)
6	ρ	0,164	0,167	0,176	0,179	0,134	0,134
	(t_B)	(1,67)	(1,69)	(1,79)	(1,81)	(1,23)	(1,22)
7	ρ	0,212**	0,210**	0,207**	0,205**	0,195	0,192
	(t_B)	(2,16)	(2,12)	(2,09)	(2,07)	(1,78)	(1,75)
8	ρ	0,243**	0,237**	0,232**	0,228**	0,197	0,192
	(t_B)	(2,46)	(2,41)	(2,35)	(2,31)	(1,79)	(1,74)
9	ρ	0,205**	0,202**	0,205**	0,200**	0,202	0,197
	(t_B)	(2,06)	(2,02)	(2,05)	(2,01)	(1,84)	(1,79)
10	ρ	0,141	0,138	0,145	0,141	0,173	0,170
	(t_B)	(1,39)	(1,36)	(1,43)	(1,40)	(1,55)	(1,51)

Notas: η_c = variação relativa no poder de compra da moeda.
η_I = variação relativa do índice.
* = indica significância ao nível de 1%.
** = indica significância ao nível de 5%.
Os valores de t aparecem entre parênteses abaixo do coeficiente de correlação.

27 Convém lembrar que as relações (11) e (12) são as relações mais gerais que devem ser satisfeitas para que se possa testar eficiência com a série $\{R_{jt}\}$. Para reduzi-las às relações em (13), foi necessário supor-se que Cov $(\tilde{\eta}_t\ \tilde{r}_{jt-1}) = 0$. Como Cov $(\tilde{\eta}_t\ \tilde{\eta}_{t-1})$ é positiva, significativa e grande, para que a relação geral (12) fosse satisfeita seria necessário supor-se que Cov $(\tilde{\eta}_t\ \tilde{r}_{jt-1})$ fosse negativa, significativa, grande e exatamente igual à Cov $(\tilde{\eta}_t\ \tilde{\eta}_{t-1})$. Dados os resultados obtidos, somente com esta heróica suposição seria possível testar-se eficiência com a série $\{R_{jt}\}$.

É interessante observar algumas diferenças básicas entre o processo inflacionário norte-americano e o brasileiro. Os resultados da Tabela 1 sugerem que o processo inflacionário brasileiro parece ser basicamente de primeira ordem, pois os coeficientes de correlação diminuem com rapidez à medida que a defasagem aumenta[28]. Os resultados completos das regressões que determinam os níveis de autocorrelação serial da série de inflação clássica (η^I) para o IGP e defasagens até segunda ordem, aparecem nas Figuras 2 e 3*. São os resultados das regressões

$$\eta_t^I = a + b\,\eta_{t-\Delta}^I + \text{erro}, \ \Delta = 1 \text{ e } 2,$$

sob a suposição usual de que o termo de erro constitui *ruído branco*. Os resultados mostram que a hipótese de que o processo seja de primeira ordem é suportada.

Os resultados da regressão

$$\eta_t^I = a + b\,\eta_{t-1}^I + \text{erro}$$

sugerem que o modelo é bem especificado, e seu Durbin-Watson bem próximo de 2. Os resultados de Fama [7] sugerem que isto não ocorre no mercado norte-americano, em que o processo não parece ser de primeira ordem[29].

Em mercados de capitais informacionalmente eficientes, os analistas financeiros formariam expectativas eficientes de inflação, e $f(\tilde{\eta}_t | \phi_{t-1}) = f_m(\tilde{\eta}_t | \phi_{t-1}^m)$. É possível existir autocorrelação serial de níveis de inflação em mercado de capitais informacionalmente eficiente[30]. Caso o processo inflacionário apresente autocorrelação serial, esta será percebida por analistas financeiros, que a refletirão sobre preços de títulos no mercado. Em um mercado racional sem *ilusão monetária*, em que o processo gerador de taxas reais seja estacionário, a atuação de analistas eficientes ao refletir a autocorrelação serial de inflação sobre preços produzirá autocorrelação serial de taxas nominais de retorno de títulos. Em ambiente inflacionário, a existência de autocorrelação serial de taxas nominais de retorno deve ser interpretada com cuidado, podendo indicar eficiência da comunidade de analistas financeiros.

---

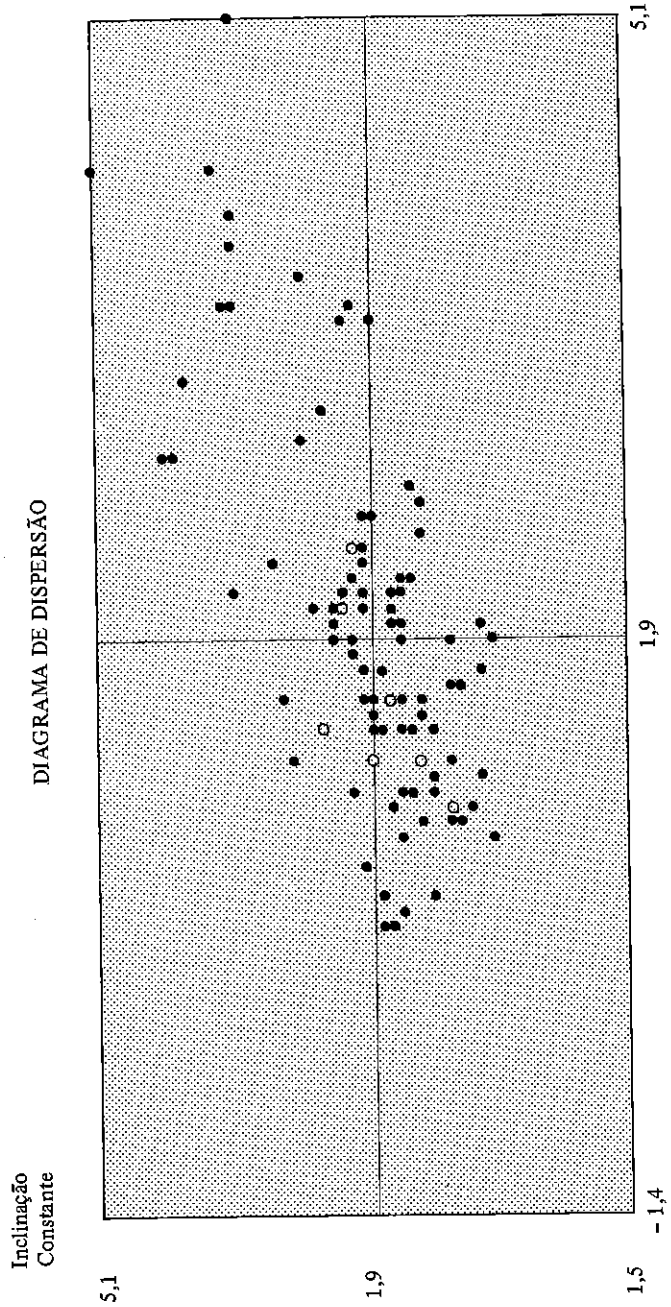
28 Isto ocorre para as defasagens iniciais. Para os dois primeiros meses de defasagem, o ajuste à hipótese de processo de primeira ordem é quase perfeito, pois o quadrado do coeficiente de correlação para um mês de defasagem é aproximadamente igual ao coeficiente de correlação para dois meses de defasagem (ver Tabela 1).

* As figuras referentes aos testes com defasagens de 1 a 10 meses se encontram à disposição dos interessados com o Autor ou no IBMEC.

29 Ver a Tabela 1 de Fama [7].

30 A evidência sugere que esta é a situação do mercado norte-americano, por exemplo. Ver Fama [7].

FIGURA 2 – Análise de Regressão com Defasagem de Um Mês

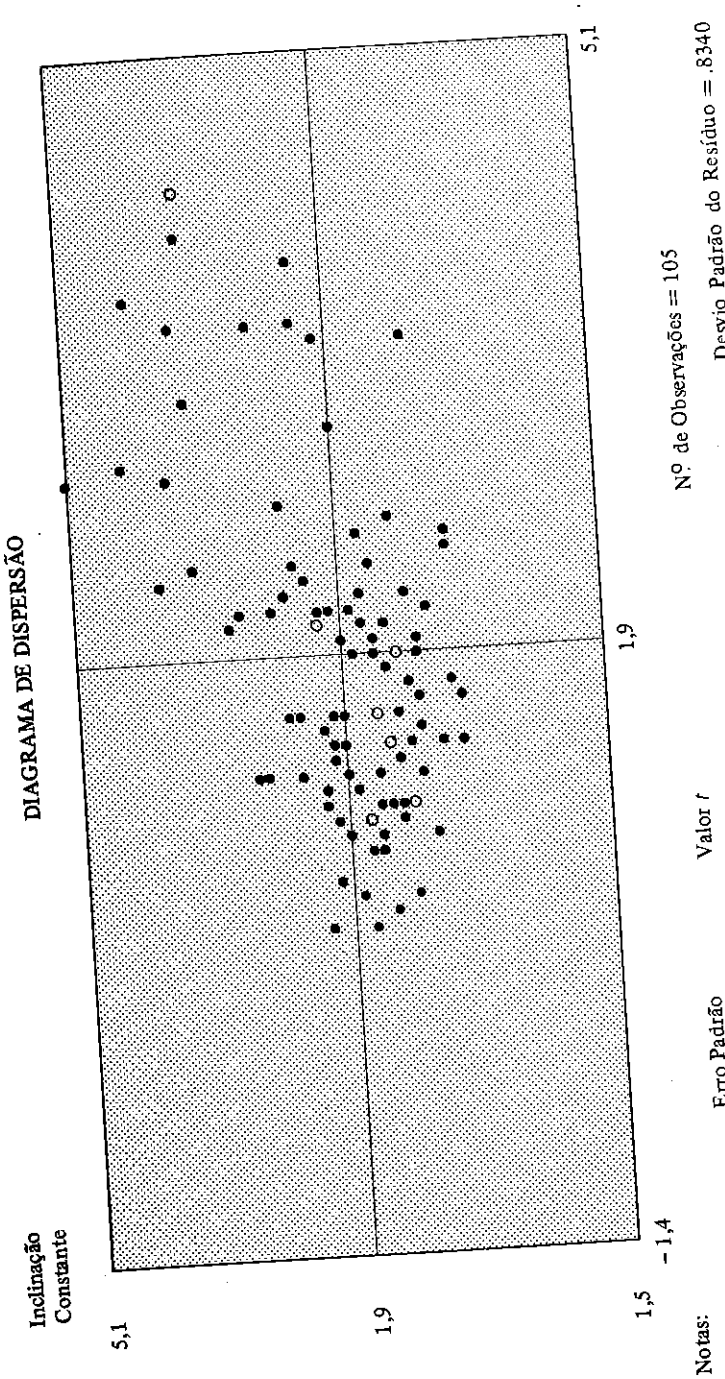


Notas:

	Valor	Erro Padrão	Valor t
Inclinação	.58767	.14979	3.9232
Constante	.68876	.071282	9.6625

$R^2 = 0.473$ Nº de Observações = 106
Correlação Residual = -0.025 Desvio Padrão do Resíduo = .6922
Durbin-Watson = 2.0446

FIGURA 3 – Análise de Regressão com Defasagem de Dois Meses



A existência de um processo inflacionário não-estacionário ou apresentando autocorrelação serial terá efeitos sobre os testes de filtro e de corridas de sinal. Podem-se desenvolver estes testes utilizando séries de estimativas de taxas de retorno reais que trazem em si os eventuais erros de medidas de índices. Pode-se examinar a rentabilidade real oferecida por estratégia de filtro baseada em taxas de retorno nominal; neste caso específico, o erro de medida só aparece uma vez no ajuste do retorno nominal ao final do período para a inflação observada. Em face das características do processo inflacionário brasileiro, não se pode escapar à conclusão de que testes de eficiência informacional baseados em rentabilidade real são necessários, apesar dos erros de medidas de índices.

5. Conclusões

Após formalizar o conceito de eficiência informacional de mercado de capitais, este trabalho prosseguiu para examinar testes empíricos das condições de eficiência. A partir da condição de que estratégias de investimento que ofereçam rentabilidade extraordinária esperada positiva não devem existir em mercados eficientes, três testes de eficiência informacional fraca baseados em séries temporais de taxas de retorno oferecidas por títulos no passado podem ser desenvolvidos: testes de autocorrelação serial, resultados de estratégias de filtro e testes de corridas de sinal. Enquanto a interpretação de resultados de estratégias de filtro é intuitiva, os resultados de testes de autocorrelação serial e de corridas de sinal são formais, indicando a aceitação ou rejeição da hipótese testada a níveis de confiança determinados. Infelizmente a hipótese testada não se limita à condição de eficiência, pois os testes examinam a hipótese conjunta de estacionariedade e independência serial na série temporal de taxas de retorno. Apesar de independência serial não ser condição necessária para eficiência, pareceria razoável supor-se que ela seja satisfeita em mercados eficientes. Entretanto, nada sugere ser razoável a suposição de que o processo gerador de taxas de retorno seja estacionário; muito pelo contrário. Se a hipótese conjunta de estacionariedade e eficiência (independência serial) é rejeitada, não é possível concluir que os mercados sejam ineficientes. Talvez apenas a hipótese de estacionariedade deva ser rejeitada.

No mercado norte-americano, dentre outros, os economistas financeiros prosseguem para examinar a eficiência baseando os testes em séries temporais de taxas de retorno nominais de títulos e carteiras no passado. Este procedimento em ambiente econômico inflacionário como o brasileiro pode ser questionado. Na ausência de *ilusão monetária*, os investidores consideram taxas de retorno reais em seus investimentos, e os testes de eficiência deveriam examinar o comportamento das séries temporais de taxas de retorno reais oferecidas por títulos e carteiras no passado. Sob a suposição de estacionariedade, a inexistência de autocorrelação serial nesta série seria a hipótese a ser testada. Dados os problemas estáticos e dinâmicos

com estimativas de inflação baseadas em índices de preços, seria desejável que se desenvolvessem testes de eficiência baseados em séries temporais de taxas de retorno nominais, evitando os eventuais erros de medida. Isto seria possível se a série temporal de níveis de inflação fosse estacionária e não apresentasse autocorrelação serial. Infelizmente esta hipótese conjunta não encontra suporte empírico no mercado brasileiro, sendo rejeitada em testes que utilizam dados mensais no período 1968-76. Testes empíricos de eficiência do mercado brasileiro deverão pois basear-se em séries temporais de estimativas de taxas de retorno reais.

Os resultados de testes empíricos de eficiência utilizando as duas séries de taxas de retorno (nominais e estimativas de reais) serão apresentados e discutidos em trabalho futuro.

APÊNDICE

EFICIÊNCIA E INDEPENDÊNCIA SERIAL

Deve-se observar que

$$\mathrm{Cov}\,(\tilde{r}_{jt+k}\,\tilde{r}_{jt}) = E\,[(\tilde{r}_{jt+k} - E\,(\tilde{r}_{jt+k}))\,(\tilde{r}_{jt} - E\,(\tilde{r}_{jt}))] = E\,(\tilde{Z}_{jt+k}\,\tilde{Z}_{jt}) =$$

$$= \int_{r_{jt}} \int_{r_{jt+k}} [r_{jt} - E\,(\tilde{r}_{jt})]\,[r_{jt+k} - E\,(\tilde{r}_{jt+k})]\,f_{r_{jt}\,r_{jt+k}}\,(r_{jt}, r_{jt+k})\,dr_{jt}\,dr_{jt+k} =$$

$$= \int_{r_{jt}} \int_{r_{jt+k}} [r_{jt} - E\,(\tilde{r}_{jt})]\,[r_{jt+k} - E\,(\tilde{r}_{jt+k})]\,f_{r_{jt+k}|r_{jt}}\,(r_{jt+k})\,f_{r_{jt}}\,(r_{jt})\,dr_{jt}\,dr_{jt+k} =$$

$$= \int_{r_{jt}} [r_{jt} - E\,(\tilde{r}_{jt})]\,[E\,(\tilde{r}_{jt+k}|r_{jt}) - E\,(\tilde{r}_{jt+k})]\,f_{r_{jt}}\,(r_{jt})\,dr_{jt}.$$

Pela hipótese de jogo justo e pela relação (4) do texto, esta expressão deve ser sempre nula. Isto só poderá ocorrer se

$$E\,(\tilde{r}_{jt+k}|r_{jt}) = E\,(\tilde{r}_{jt+k}),$$

o que representa a relação (5) do texto.

BIBLIOGRAFIA

1 ACADEMIC COMPUTER SERVICES BULLETIN. Stanford, Stanford Univ., v. 3, n. 8, April 1975.

2 BEAVER, W. The information content of annual earnings annoucements. *The Journal of Accounting Research*. Empirical Research in Accounting Selected Studies, 1968. Chicago, Ill., Univ. of Chicago Press. Supplement.

3 COOTNER, P. ed. *The random character of stock market prices*. Cambridge, the Massachusetts Institute of Technology Press, 1964.

4 – – –. Stock prices: random vs. systematic changes. In: – – –. *The random character of stock market prices*. Cambridge, the Massachusetts Institute of Technology Press, 1964.

5 – – –. Efficient capital markets: reply. *The Journal of Finance*, New York, The American Finance Association, v. 31, n. 1, pp. 143-5, Mar. 1976.

6 FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, New York, The American Finance Association, v. 25, n. 2, pp. 383-417, May 1970.

7 – – –. Short term interest rates as predictors of inflation. *The American Economic Review*, Menasha, Wisconsin, The American Economic Association, v. 65, n. 3, pp. 269-82, June 1975.

8 JAFFE, J.F. Special information and insider trading. *The Journal of Business*, Chicago, Ill., The Univ. of Chicago Press, v. 47, n. 3, pp. 410-28, July 1974.

9 JOHNSTON, J. *Econometric methods*. New York, McGraw-Hill, 1972.

10 LEROY, Stephen F. Efficient capital markets: a comment. *The Journal of Finance*, New York, The American Finance Association, v. 31, n. 1, pp. 139-41, Mar. 1976.

11 LLOYD, P.J. Substitution effects and biases in nontrue price indices. *The American Economic Review*, Menasha, Wisconsin, The American Economic Association, v. 65, n. 3, pp. 301-13, June 1975.

12 MICHAEL, Robert T. *Variations across households in the rate of inflation*. New York, NBER, 1975. (National Bureau of Economic Research. Working paper, 74)

13 SIEGEL, S. *Non parametric statistics*. New York, McGraw-Hill, 1956.

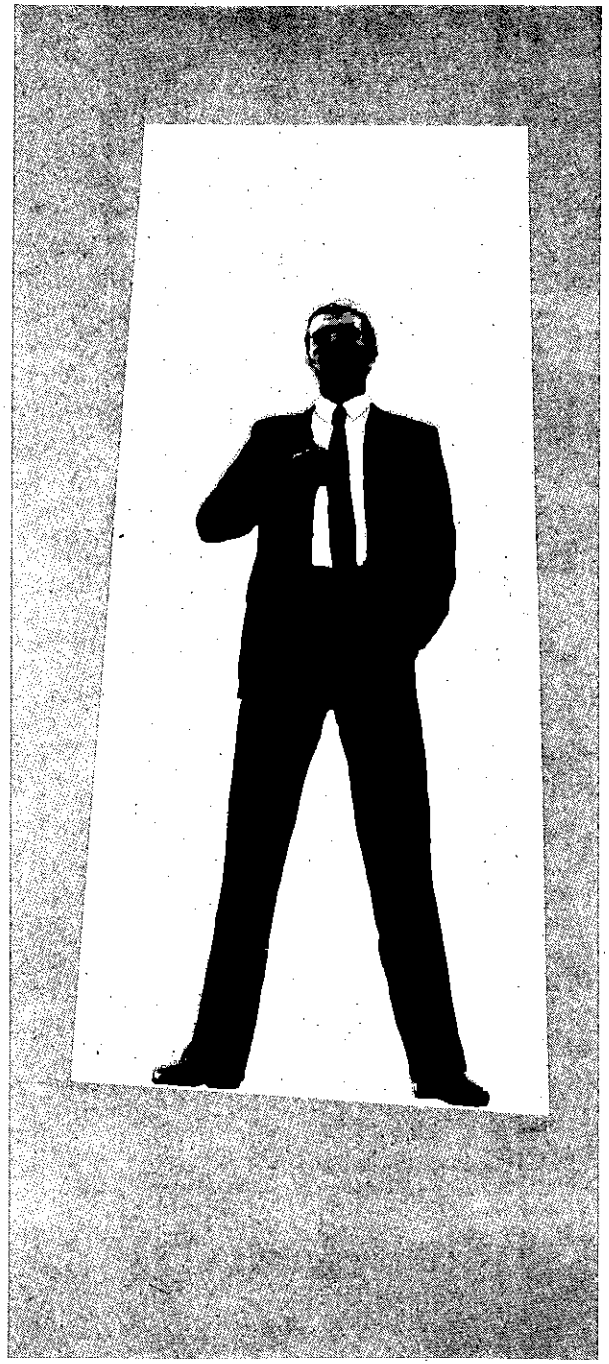
Estamos colocando ao seu alcance um vendedor que faz 20.000 visitas por mês.

Interessa?

Mensalmente,
CONJUNTURA ECONÔMICA
chega às mãos
mais importantes deste país.
Mãos de executivos
do governo e da iniciativa privada,
todos com alto poder
de decisão e de compra.
Hoje, mais do que nunca,
eles precisam consultar
CONJUNTURA ECONÔMICA.
Um mercado altamente selecionado,
onde milhares de compradores
estarão atentos à sua mensagem.
Não fique de fora.
As empresas que mais crescem
neste país garantem que estão
muito satisfeitas com este vendedor.

Anuncie em
CONJUNTURA ECONÔMICA

EDITORA DA FGV
Praia de Botafogo, 188
Tel.: 266-1512, r. 351
Rio de Janeiro - RJ



Políticas de Taxa de Câmbio e Fluxos de Capital Financeiro*

F. A. Alburo e F. R. Glahe**

Este trabalho objetiva avaliar alguns aspectos das políticas de taxa de câmbio geralmente adotadas pelos países em desenvolvimento. A avaliação baseia-se em uma análise empírica de um país em desenvolvimento – Filipinas – durante períodos em que foram adotadas diferentes políticas de taxa de câmbio. A análise dos fluxos de capital financeiro leva à conclusão de que a política de fazer flutuar temporariamente uma taxa de câmbio, simultânea a tentativas, por parte das Autoridades Monetárias, de determinar a nova taxa de paridade, serve apenas para romper os fluxos de capital estabilizantes. A prática de permitir um mercado *livre* de taxa de câmbio, embora mantendo controles de câmbio estrangeiro, resulta somente num aumento na magnitude, através da qual a taxa de câmbio terá de ser finalmente ajustada para restabelecer o equilíbrio do balanço de pagamentos. À luz destas conclusões, sugerimos algumas alternativas para a política cambial.

1. Introdução

Nosso objetivo neste trabalho é avaliar alguns aspectos das políticas de taxa de câmbio comumente adotadas por muitos países em desenvolvimento. A análise destas políticas se baseará no relacionamento destas com os fluxos de capital financeiro registrados ou não no balanço de pagamentos. Argumentamos neste trabalho que a prática de fazer flutuar temporariamente uma taxa de câmbio, à medida que um país busca um novo valor de paridade, serve somente para romper os fluxos de capital estabilizantes[1]. A instituição de um mercado *livre*, embora mantendo

* Título original: "Exchange Rate Policies and Financial Capital Flows". Tradução de Wanda Maria Guedes dos Santos.

** Os autores são respectivamente Professor Assistente de Economia da Universidade das Filipinas e Professor de Economia da Universidade de Colorado, nos Estados Unidos.

1 Para uma descrição geral dessa prática, veja W. Woodley [24, cap. 18].

algumas exigências de câmbio, somente aumenta as magnitudes pelas quais a taxa de câmbio terá de se ajustar para restaurar o equilíbrio dos pagamentos. Este ponto de vista baseia-se em um exame das Filipinas – um país que adotou uma política de taxa de câmbio desse tipo.

No item 2, procederemos a uma configuração da importância dos fluxos de capital financeiro no balanço de pagamentos e de seu papel na estabilização de câmbio[2], examinando cuidadosamente os itens registrados e os não-registrados. O item 3 apresenta alguns resultados derivados da análise da experiência filipina em capital registrado. Teceremos algumas considerações sobre a experiência desse país visando enfatizar suas características em termos institucionais. O item 4 aborda os itens não-registrados no balanço de pagamentos e seu comportamento a nível quantitativo. Finalmente, concluímos mostrando os resultados em relação aos argumentos propostos. Simultaneamente, reexaminaremos algumas alternativas de políticas.

2. A Importância dos Fluxos de Capital Financeiro no Balanço de Pagamentos

Crises de câmbio são, de modo geral, associadas às dificuldades apresentadas no balanço de pagamentos. Estas dificuldades provêm de demandas internas por projetos de desenvolvimento econômico bem como de políticas econômicas explícitas. Déficits abertos ou suprimidos, que constituem graus de dificuldades de pagamentos, impõem por sua vez um pesado ônus sobre movimentos monetários, ou, mais especificamente, conduzem a movimentos opostos e a reduções no nível de reservas internacionais que, de fato, financiam os déficits. No entanto, tal situação não pode continuar indefinidamente, e as dificuldades na análise final exigiriam ajustes na taxa de câmbio.

É possível que déficits de itens específicos no balanço de pagamentos possam ser financiados através de movimentos de capital estabilizantes ou de crédito. Neste caso, o escoamento de reservas ou a necessidade de financiamento monetário podem ser abrandados. Pode-se certamente argumentar que os resultados finais seriam os mesmos, uma vez que os fluxos simplesmente adiam a tensão máxima na taxa de câmbio; no entanto, isto não precisa ser necessariamente uma conseqüência. Assim, na medida em que as dificuldades de pagamentos fomentam o crescimento econômico e, em última análise, reduzem as importações ou saída de pagamentos e aumentam as exportações ou entrada de pagamentos, os fluxos estabilizantes atenuam o ônus de pagamentos[3].

[2] Veja C.P. Kindleberger [16, cap. 19] e E. Marcus & M.R. Marcus [17, cap. 8].

[3] Todavia, isto seria benéfico apenas quando houvesse, em última análise, reduções relativas nas importações em face do crescimento econômico e do incremento à exportação. Esta pode ser uma tarefa difícil no que diz respeito à substituição de importação no estágio final.

Os fluxos na conta de capital do balanço de pagamentos dividem-se em duas categorias: *a*) curto prazo, e *b*) longo prazo. No entanto, aceita-se, de modo geral, que o capital de longo prazo constitui uma função de produtividade real e de fatores reais, ao invés de retornos monetários imediatos. Isto parece uma afirmação verificada, ou seja, fluxos de capital de longo prazo não buscam financiar outros itens do balanço de pagamentos (R. Rhomberg [21]). Portanto, eles não são significativamente sensíveis a mudanças nas condições comerciais ou mesmo em taxas de câmbio. Por outro lado, fluxos de capital de curto prazo reagem a outros itens de pagamentos. Assim, seus movimentos podem agravar um problema de câmbio ou facilitar o financiamento dos déficits.

Pode-se ter uma visão mais clara considerando-se estes pontos dentro de um quadro mais amplo do balanço de pagamentos. Isto constitui a composição de vários itens conforme sejam eles autônomos ou harmonizantes. A definição de equilíbrio no balanço de pagamentos é um problema ainda não solucionado (J. Pippenger [18]). Porém, parece vantajoso, especialmente para os países em desenvolvimento, associar crises de câmbio ao balanço de pagamentos. Examinemos os itens do balanço de pagamentos com base em transações acima ou abaixo da linha. O balanço básico define os itens autônomos como os que se encontram acima da linha e os itens compensatórios ou de financiamento como os que se encontram abaixo. Uma vez que mudanças nas reservas oficiais financiam outros itens, elas se encontram abaixo. Isto também se aplica aos movimentos monetários dos bancos, assumindo-se que eles também compensem outros itens. O quadro que se segue constitui uma apresentação da composição dos itens[4]:

Acima da Linha	Abaixo da Linha
– Exportações	– Capital de curto prazo
– Importações	– Movimentos monetários
– Serviços (líquidos)	– (Oficiais)
– Capital de longo prazo	– (dos bancos)
– Doações e ajuda externa	– Erros e omissões

Desde que quaisquer déficits ou superávits acima da linha sejam compensados por movimentos privados abaixo da linha, o estoque de reservas de um país não será diminuído. De fato, as duas categorias apresentadas são opostas. No entanto, não é comum, em geral, encontrar fluxos privados que se igualem a fluxos líquidos

[4] Este esquema é a definição do balanço básico. Outras definições decompõem os outros componentes de itens compensatórios, como por exemplo, capital de curto prazo em capital privado e oficial.

acima da linha; desse modo, ocorre, necessariamente, o financiamento oficial[5].

A questão crucial neste contexto é se os fluxos abaixo da linha constituem realmente funções dos movimentos acima, ou se eles independem destes movimentos, aumentando, portanto, o ônus financeiro. Uma vez que movimentos monetários têm o propósito explícito de equilibrar itens não cobertos nos demais, nossa principal preocupação reside no capital de curto prazo e nos erros e omissões (líquidos) ou, de maneira alternativa, nos movimentos de capital registrados e não-registrados respectivamente.

Constitui uma questão empírica o fato de movimentos de capital de curto prazo e fluxos no item de erros e omissões (líquidos) serem, ou não, realmente compensatórios. Esta é também uma questão crucial, caso consideremos seus efeitos totais no balanço de pagamentos e, conseqüentemente, na taxa de câmbio do país.

Fluxos de capital estabilizantes deveriam apresentar uma relação inversa com os fluxos comerciais ou, mais especificamente, com as mudanças nas balanças comerciais. Tal fato seria real no que diz respeito aos movimentos registrados (capital de curto prazo) e aos não-registrados (erros e omissões), se a categoria implícita de itens abaixo da linha fosse válida. De fato, seus movimentos atenuam dificuldades de pagamentos.

A natureza empírica dos itens constitui uma questão ainda não solucionada. Os estudos geralmente apresentam resultados diversos e algumas vezes conflitantes. Embora esses estudos refiram-se, de modo geral, ao balanço de pagamentos dos países mais desenvolvidos, seria útil examinar seus resultados e diferenças aparentes. Bell [1] verificou um tipo compensatório de fluxos de capital no balanço de pagamentos dos Estados Unidos. Os fluxos são altamente correlacionados com mudanças em movimentos comerciais. Kenen [15], todavia, identificou uma variável de independência significativa, nos movimentos provenientes de outros itens de pagamentos, indicando serem estes autônomos. Assim, os dois estudos sugerem contraditoriamente a colocação do capital de curto prazo abaixo ou acima da linha. Cohen [4], tentando conciliar os dois trabalhos pioneiros, deduziu que existem diferenças nos movimentos quando são desagregados[6]. Relações com países ocidentais e europeus mostrariam um grau de independência desse item no balanço de

[5] À medida que o capital de curto prazo financia o comércio, os fluxos são menores do que os movimentos comerciais. No entanto, se os fluxos são para a acumulação de ativos, os movimentos comerciais poderiam induzir a fluxos maiores ou menores do que as mudanças no comércio. Colocados em termos do item 3, os coeficientes de comércio são maiores que um.

[6] Veja também G.R. de Carlo [2].

pagamentos, enquanto que relações com a maioria dos países em desenvolvimento revelariam uma natureza financiadora dos fluxos de capital. Esta parece ser uma interpretação razoável. Em virtude de mercados monetários limitados, da ausência ou escassez de mercados de câmbio a termo, e da existência de obstáculos à mobilidade de capital, haveria menos incentivos às atividades de arbitragem independentes do balanço de pagamentos. Do ponto de vista dos países em desenvolvimento, as características de financiamento do capital de curto prazo norte-americano como que refletiriam em um espelho a relação nestes países.

Nesta discussão, seria interessante refletir sobre os efeitos das políticas de taxa de câmbio que incidem sobre os fluxos de capital financeiro. Políticas de taxa de câmbio distintas criam situações econômicas diferentes. Por sua vez, estas situações podem levar a mudanças no comportamento de transações econômicas, as quais podem ser estabilizantes ou desestabilizantes. Por exemplo, manter uma taxa de câmbio irreal através de vários meios de controle poderia provocar reduções nos fluxos de capital para financiar movimentos comerciais, onerando ainda mais os financiamentos provenientes de reservas ou empréstimos oficiais. Poderia haver também um maior retardamento no fluxo de capital, na expectativa de mudanças bruscas no valor nominal ou de incertezas quanto à manutenção de certa taxa de câmbio. Mais uma vez isto confirma um ônus maior sobre outros itens abaixo da linha. Poderia haver, então, fluxos de saída de capital não-registrados, que provocariam um desequilíbrio ou não teriam relação alguma com os outros itens do balanço de pagamentos. Todos estes fatores têm profundas implicações no que concerne a problemas de desenvolvimento e estratégias.

A experiência da maioria dos países em desenvolvimento tem sido, consistentemente, de dificuldades com o balanço de pagamentos, taxas de câmbio irreais, e substanciais desvios de capital. Quer através de má administração monetária, quer através da mera necessidade de fundos para o crescimento econômico, é mais provável que as taxas de câmbio reflitam taxas em desequilíbrio do que em equilíbrio.

Uma série completa de políticas é adotada nesses países para enfrentar inúmeros problemas financeiros internacionais. A natureza dessas políticas é geralmente do tipo fragmentário, abrangendo desde licenças comerciais, taxas de câmbio múltiplas, um grande número de taxas diferentes até um racionamento completo ou uma proibição de certas categorias de transações. Restrições à mobilidade de capital e a manter ativos no exterior e regulações do banco central constituem as formas de políticas utilizadas para controlar fluxos financeiros. Somente se recorre a mudanças nas taxas de câmbio após numerosas medidas terem se revelado ineficazes[7]. Neste ponto, a magnitude da depreciação é maior do que teria sido em cir-

[7] Para um estudo de amostragem, veja R. Cooper [6] e G. Ranis [20, cap. 13].

cunstâncias diferentes. Deve-se mencionar certamente que há também políticas específicas relativas à taxa de câmbio, como por exemplo as experiências latino-americanas com a paridade ajustada e com o chamado **crawling peg***[8] demonstram.

Portanto, uma análise e uma avaliação quantitativas de políticas de taxa de câmbio são destinadas a se tornarem repletas de diferenciações quanto aos efeitos de várias políticas adotadas. A identificação de um período de tempo como suficientemente homogêneo para análise de dados seria certamente arriscada. Invariavelmente, todavia, a prática entre países em desenvolvimento pode ser classificada em três regimes de política seqüenciais. O primeiro consiste num período em que a paridade é mantida através de várias políticas administrativas – a imposição de taxas seletivas, restrições a certas atividades comerciais, autorização de compras de câmbio e recibos, e outras medidas similares. Considerando-se esta política, em geral, de difícil administração, experimentando mercados negros prósperos, reduzindo reservas de câmbio, e finalmente exaurindo as várias alternativas, estabelece-se o segundo estágio. Isto ocorre quando a taxa de câmbio torna-se passível de flutuações, quando a complexa estrutura de controles é desarticulada, e quando um mercado *livre* é desenvolvido sob o controle do banco central. Simultaneamente, exige-se que uma fração situada entre 0% e 100% dos recibos de câmbio derivados de atividades comerciais seja permutada à taxa oficial. Essa taxa oficial de paridade é mantida enquanto existe paralelamente um mercado *livre*. Na realidade, este é simplesmente um período de transição que ocorre enquanto o país busca a magnitude apropriada de desvalorização que seria realística. Naturalmente, o terceiro estágio é a real desvalorização ou mudança na taxa de paridade sem ou com um mínimo de controles de comércio e de câmbio (W. Woodley [24]).

Por algum tempo, a taxa de câmbio poderia refletir uma taxa de equilíbrio. No entanto, esse período de tempo depende de mudanças políticas subseqüentes e de administração monetária. Uma vez que as dificuldades de pagamentos têm início, o processo se repete.

O que é esclarecedor sob esse aspecto é o efeito desses regimes sobre os fluxos de capital financeiro no balanço de pagamentos e, conseqüentemente, a pressão sobre a taxa de câmbio. Uma avaliação desses períodos sobre os fluxos de capital pode indicar o impacto de políticas de taxa de câmbio adotadas. O próximo item resume o exame dos dados filipinos sobre o capital registrado durante os três estágios anteriormente mencionados.

---

* Crawling peg – uma técnica que permite às taxas de câmbio flutuarem firme e vagarosamente através de mudanças semanais, mensais ou trimestrais até atingirem uma taxa anual máxima de 2% a 3%, quer automaticamente, quer via orientação específica (Nota do Tradutor).

8 Veja, por exemplo, J. Williamson [23].

3. Resultados de Análise sobre a Experiência Filipina

A experiência filipina exemplifica os estágios políticos discutidos anteriormente. Primeiramente, a taxa de paridade do período imediato ao pós-guerra foi mantida por uma década através da imposição de vários meios fragmentários – controles, taxas, licenças e similares (F.H. Golay [9, cap. 6 e 7]). O resultado foi uma complexa estrutura de taxas de câmbio múltiplas. Em segundo lugar, esgotados esses meios, o país envolveu-se em um regime de taxa de câmbio flutuante, suspendendo gradualmente os controles enquanto mantinha o mesmo valor da paridade[9]. Simultaneamente, exigiu-se que uma parte dos recibos comerciais fosse resgatada à taxa oficial, e o restante à taxa *livre*. Em terceiro lugar, o país mudou sua taxa de câmbio de paridade, enquanto mantinha um mínimo de controle sobre transações internacionais[10]. Finalmente, deve-se observar que o país não tentou experiências deliberadas com o **crawling peg**, ou com mudanças constantes na taxa de câmbio. Portanto, essa experiência se ajusta perfeitamente à prática que procuramos avaliar.

Como em muitas nações em desenvolvimento, as limitações na disponibilidade de dados impediam uma análise acurada e exaustiva da experiência internacional. Dados sobre o balanço de pagamentos e movimentos de capital encontravam-se disponíveis somente em bases anuais[11]. Todavia, uma vez que aparentemente nos defrontamos com três regimes de câmbio distintos, procedemos a uma avaliação quantitativa de movimentos de capital registrados e suas relações com itens acima da linha.

Regressões lineares comuns de mínimos quadrados são usadas em toda a análise. Como primeira etapa, reunimos todos os dados para os três períodos compreendidos entre 1958 e 1973. Relacionamos, então, o capital privado de curto prazo a mudanças nas balanças comerciais (defasadas) e a mudanças no diferencial da taxa de desconto entre as Filipinas e os Estados Unidos (defasadas), como um índice de política monetária, e utilizamos variáveis **dummy** para representar os três períodos envolvidos.

Os resultados indicam que há um significativo relacionamento estabilizante entre capital de curto prazo e mudanças nas balanças comerciais com defasagem de um ano. Ademais, fluxos de capital de curto prazo estão também significativamente

---

9 Para uma descrição deste regime, veja IMF [14].

10 A taxa de valor nominal do peso foi oficialmente mudada em 8 de novembro de 1965. Veja IMF [13].

11 As fontes de dados constituem as várias publicações do Balance of Payments Yearbook, Fundo Monetário Internacional.

relacionados à política monetária, no sentido de que fluxos financeiros tendem a impedir o efeito da política monetária, ou seja, fluxos de entrada ocorrem durante períodos de política monetária rígida, de modo que a direção dos fluxos é oposta à da política[12]. Finalmente, verificamos que a mudança funcional categórica ocorre somente entre o período de uma taxa de câmbio *livre* ou flutuante e controle, e o período de uma nova taxa de paridade que reflete as forças de mercado.

$$STC_t = 35{,}31 \underset{(-2{,}04)}{-0{,}19\,\Delta TB_{t-1}} + \underset{(3{,}32)}{30{,}28\,\Delta DR_{t-1}} \underset{(-3{,}75)}{-81{,}48\,D_1} + U_t \qquad (1)$$

$\bar{R}^2 = 0{,}63$ D.W. = 1,18 1958-1973

onde:

STC_t é o capital de curto prazo (privado) no balanço de pagamentos no tempo *t* (em anos);

ΔTB_{t-1} é a variação na balança comercial (exportações FOB menos importações FOB) com defasagem de um ano;

ΔDR_{t-1} é o diferencial da taxa de desconto (taxa filipina em percentagem anual menos a taxa norte-americana em percentagem anual) com defasagem de um ano;

D_1 é a variável **dummy** representando o período anterior e posterior à efetiva desvalorização em 1965;

V_t é o termo residual aleatório com uma média zero e uma variância constante assumidas; os números abaixo dos coeficientes de regressão são as estatísticas *t* correspondentes;

$\bar{R}^2$ mede o coeficiente de determinação (ajustado); e

D.W. mede as estatísticas Durbin-Watson correspondentes[13]. Todos os valores encontram-se em milhões de dólares.

A equação (1) mostra que as três variáveis independentes são significantes em níveis-padrão, e o parâmetro do movimento comercial tem sinal estabilizante correto. Aumentos nas balanças comerciais levam à saída de fluxos de capital de curto prazo, à medida que créditos são concedidos; ocorre o oposto quanto às reduções nas balanças comerciais. O financiamento de movimentos comerciais corresponde a somente 20% das variações totais. O que parece confuso é o amplo montante de fluxos associados a variações no diferencial da política monetária – aproximadamente 30 milhões de dólares. É indubitável que, com a abertura econômica, um país fica muito mais exposto a movimento de capital[14]. A variável **dummy** mostra que durante o período de controles e taxas de câmbio flutuantes o país experimenta substanciais saídas de capital.

O coeficiente de determinação é bastante satisfatório com variáveis independentes explicando 63% da variação em movimentos de capital. Uma vez que a estatística Durbin-Watson é baixa e pode indicar uma correlação serial, realizou-se uma regressão utilizando as primeiras diferenças. Isso melhora a estatística D.W., enquanto mantém os mesmos valores do parâmetro, ou seja,

$$STC_t = 26{,}44 - \underset{(-2{,}31)}{0{,}20\,\Delta TB_{t-1}} + \underset{(3{,}62)}{30{,}40\,\Delta DR_{t-1}} - \underset{(-2{,}90)}{83{,}20\,D_1} + U_t \qquad (2)$$

$\bar{R}^2 = 0{,}63$ D.W. = 1,57 1958-1973

A equação (3), a seguir, testa a importância do período de controle em oposição aos outros períodos de tempo – após a real desvalorização de 1965 e o período anterior a ela.

$$STC_t = 35{,}99 - \underset{(-1{,}96)}{0{,}19\,\Delta TB_{t-1}} + \underset{(2{,}75)}{28{,}66\,\Delta DR_{t-1}} - \underset{(-3{,}30)}{86{,}50\,D_1} - \underset{(-2{,}27)}{72{,}92\,D_2} + U_t \qquad (3)$$

$\bar{R}^2 = 0{,}60$ D.W. = 1,15 1958-1973

onde D_2 é a variável **dummy** para o período de controle de câmbio. Embora D_2 seja significante, sua importância está associada a uma correlação serial de resíduos apresentados por uma D.W. baixa.

Da mesma maneira que a equação (1), uma regressão usando as primeiras diferenças aumenta a estatística D.W. e o coeficiente de determinação, mas elimina a significância do período de controle de câmbio, conforme apresentado na equação (4) a seguir.

$$STC_t = 26{,}94 - \underset{(-2{,}52)}{0{,}23\,\Delta TB_{t-1}} + \underset{(3{,}31)}{28{,}60\,\Delta DR_{t-1}} - \underset{(-3{,}11)}{92{,}06\,D_1} - \underset{(-0{,}92)}{43{,}32\,D_2} + U_t \qquad (4)$$

$\bar{R}^2 = 0{,}63$ D.W. = 1,45 1958-1973

---

12 Uma exposição simplificada é apresentada por P. Clark [3].

13 O coeficiente ajustado de determinação ($\bar{R}^2$) é ajustado para graus de liberdade. Para a estatística *t*, uma norma prática para a significação de um coeficiente de regressão é um valor *t* maior que 2 (dois).

14 Um teste estatístico dessa hipótese é apresentado por M. Whitman [22].

O segundo passo consistiu em um exame das relações entre os dois períodos, os quais apresentam um comportamento diferente de acordo com as relações anteriores. É natural esperar que o termo de erro aleatório desempenhe um papel mais significativo durante um período de transição de ajuste econômico. Isso se aplica a um período de taxa *livre* juntamente com a existência simultânea de uma taxa oficial operacional – composta posteriormente pelas exigências de resgate relativas aos recibos comerciais com regime dual de taxas de câmbio. Se o período for apenas de *desequilíbrio*, é possível que uma relação quantitativa não se revele totalmente satisfatória. No entanto, testamos os movimentos durante o período, e obtivemos os seguintes resultados:

$$STC_t = -42{,}40 - \underset{(-0{,}15)}{0{,}03}\,\Delta TB_{t-1} + \underset{(1{,}50)}{21{,}05}\,\Delta DR_{t-1} + U_t \qquad (5)$$

$\bar{R}^2 = 0{,}07$ D.W. = 0,80 1958-1965

$$STC_t = -34{,}36 - \underset{(-0{,}07)}{0{,}01}\,\Delta TB_{t-1} + \underset{(1{,}33)}{19{,}80}\,\Delta DR_{t-1} + U_t \qquad (6)$$

$\bar{R}^2 = 0{,}06$ D.W. = 1,05 1958-1965

A equação (5) é uma hipótese paralela à equação (2), enquanto a equação (6) constitui uma transformação da equação (5) em sua primeira diferença para eliminar a autocorrelação entre os resíduos. Os coeficientes não são significantes, embora tenham sinais corretos. As variáveis independentes explicam menos de 10% da variação de movimentos de capital e, qualquer que seja seu significado, menos de 5% dos movimentos comerciais (com defasagem de um ano) são financiados.

É possível que a defasagem da balança comercial seja bem mais longa em um período de controle ou em um regime de taxas flutuantes. Esse fato foi explicitado no item anterior. Para confirmar essa proposição, prolongamos a defasagem por um período e obtivemos os seguintes resultados:

$$STC_t = -35{,}90 - \underset{(-0{,}74)}{0{,}13}\,\Delta TB_{t-2} + \underset{(1{,}28)}{16{,}81}\,\Delta DR_{t-1} + U_t \qquad (7)$$

$\bar{R}^2 = 0{,}15$ D.W. = 1,20 1958-1965

onde ΔTB_{t-2} é a variação na balança comercial ocorrida há dois períodos anteriores. Os índices estatísticos são ainda baixos e o coeficiente de determinação torna a relação duas vezes melhor que a anterior. Todavia, com relação às equações (5) e (6), a equação (7) parece prever a noção de uma defasagem mais longa e de

uma proporção mais alta de financiamento comercial. Mas, de modo geral, os resultados da estimativa não são satisfatórios.

O terceiro passo constituiu a avaliação dos movimentos durante o período em que a taxa de paridade foi alterada com um mínimo de controle comercial e cambial. Para as Filipinas esse é o período compreendido entre 1965 e 1973.

$$STC_t = 31{,}37 - \underset{(-3{,}09)}{0{,}29}\,\Delta TB_{t-1} + \underset{(3{,}07)}{36{,}95}\,\Delta DR_{t-1} + U_t \qquad (8)$$

$\bar{R}^2 = 0{,}75$ D.W. = 1,92 1966-1973

A equação (8) mostra claramente coeficientes de regressão muito significantes. Uma proporção bem maior de variações nas balanças comerciais é financiada através de fluxos de capital financeiro. O coeficiente de determinação indica que 75% da variação nos fluxos de capital de curto prazo são explicados pela variação na política e nos movimentos comerciais.

A fim de contrastar esse resultado, uma regressão nesse mesmo período, porém com defasagem na balança comercial mais longa, apresentaria diferenças surpreendentes. O coeficiente de determinação resultante na regressão (9) cai em 60%, e a variável comercial perde a significância. Observemos que o coeficiente comercial é também menor que 5%.

$$STC_t = 30{,}90 - \underset{(-0{,}17)}{0{,}03}\,\Delta TB_{t-2} + \underset{(2{,}15)}{44{,}55}\,\Delta DR_{t-1} + U_t \qquad (9)$$

$\bar{R}^2 = 0{,}28$ D.W. = 1,42 1966-1973

Considerando o movimento de capital registrado como um todo, parece que não encontramos qualquer evidência contra a formulação de hipóteses de defasagem mais longa e de fluxos menores que estejam relacionados com o comércio, durante um período, em oposição ao outro. Este é o período em que os controles são suspensos, porém a taxa oficial é mantida enquanto se estabelece um sistema de taxa flutuante. Por outro lado, os fluxos de capital são relativamente mais rápidos, e suas proporções são mais amplas durante um período em que uma taxa de câmbio reflete uma taxa em equilíbrio. Se na realidade, como revelam todas as equações de (1) a (9), o capital de curto prazo está abaixo da linha, os montantes aparentemente diferem sob dois regimes de câmbio. E, dentro do balanço de pagamentos, os outros itens abaixo da linha devem aproveitar as oportunidades oferecidas pelos fluxos de capital residuais, quer na direção de uma redução de reservas internacionais, quer na criação de mais controles.

4. Um Exame dos Itens Não-Registrados no Balanço de Pagamentos

O item anterior analisa os movimentos de capital de curto prazo, sugerindo que eles desempenham um papel compensatório no balanço de pagamentos. Especialmente para os países em desenvolvimento, o capital registrado constitui somente a metade do histórico dos fluxos financeiros. Obviamente, a outra metade corresponde ao capital não-registrado.

O fluxo de capital não-registrado é usualmente classificado no item de erros e omissões, encontrado abaixo da linha no balanço de pagamentos. Existe um consendo de que esses fluxos são, na realidade, capital de curto prazo não-registrado e têm, portanto, as mesmas características do capital de curto prazo registrado. As magnitudes dos fluxos não-registrados não são significantemente amplas entre certos países, de modo que sua análise, tomada separadamente, é desconsiderada. Este é, de modo geral, o caso da maioria dos países mais desenvolvidos.

Para aqueles estudos que analisaram movimentos não-registrados, os resultados aparentemente não refutam a validade de sua natureza pressuposta. Bell [1, pp. 447-57], por exemplo, observa uma relação positiva entre o capital de curto prazo e o item de erros e omissões, no sentido de que movimentos de capital não-registrados e o capital de curto prazo têm uma relação funcional similar às mesmas variáveis independentes. Kenen [15] também sugere que erros e omissões implicam movimentos de capital de curto prazo não-registrados. Em um outro estudo, Porter [19] mostra que alguns movimentos de capital, que respondem de modo oposto à política monetária doméstica, são registrados no item de erros e omissões do balanço de pagamentos alemão. Em outras palavras, esses estudos realmente indicam que o item de erros e omissões pertence à mesma categoria do capital de curto prazo. Trata-se de um item compensatório situado abaixo da linha no balanço de pagamentos.

Esta conclusão não é tão clara com relação aos países em desenvolvimento. Em primeiro lugar, as magnitudes dos erros e omissões líquidas são usualmente amplas e sistematicamente negativas. Em segundo, em face destes valores negativos do item, pode-se suspeitar que ele não reage a outros itens acima da linha, os quais revelam variações positivas e negativas. Em terceiro, a supervalorização ou a subestimação de transações comerciais é bastante alta nesses países – e o item de erros e omissões reflete essas atividades[15].

Sem identificá-las como tais, estudos sobre desvios de capital nos países em desenvolvimento começam com um exame minucioso do item de erros e omissões.

[15] Veja Balance of Payments Yearbook [5, p. 8].

Um estudo das Nações Unidas observa uma aceleração na saída de capital de curto prazo das repúblicas latino-americanas para os Estados Unidos (United Nations Conference on Trade and Development [8]). Isso é confirmado através de um exame do item de erros e omissões no balanço de pagamentos desses países. Host-Madsen [11] também ressalta esse item como um tipo de movimento de fuga de capitais. Da mesma forma, Diamond aponta o fluxo de fundos de curto prazo dos países em desenvolvimento para os desenvolvidos, compensando parte da entrada líquida de capital de longo prazo (M. Diamond [7]). Todavia, é estranho observar que esses estudos não conseguem relacionar o item com o restante das categorias no quadro de pagamentos.

É nosso propósito atingir o cerne da questão. Primeiramente, testamos se os fluxos de capital de curto prazo não-registrados estão relacionados com as mesmas variáveis que os fluxos registrados. Então, tentamos propor algumas variáveis que possam afetar sistematicamente fugas de capital.

Os resultados parecem sugerir que os fluxos não-registrados são autonômos por natureza e não têm qualquer relação específica com movimentos comerciais que compõem um tipo compensatório. O item reage a mudanças políticas, mas provavelmente teria uma reação mais retardada a tendências inflacionárias com relação às quais a política é adotada.

$$EO_t = -87{,}02 + \underset{(1{,}10)}{0{,}10}\,\Delta TB_{t-1} + \underset{(0{,}07)}{0{,}01}\,\Delta TB_{t-2} - \underset{(-3{,}54)}{31{,}57}\,\Delta DR_{t-1} + \underset{(2{,}22)}{48{,}72}\,D_1 + U_t \qquad (10)$$

$\bar{R}^2 = 0{,}49$ D.W. = 0,95 1958-1973

onde EO_t representa os fluxos não-registrados no item de erros e omissões, e o restante das variáveis permanecem com a definição anterior. Todos os valores encontram-se também em milhões de dólares.

Os coeficientes do movimento comercial são insignificantes e têm o sinal errado, caso o item não-registrado esteja relacionado ao financiamento comercial. Os sinais prontamente indicam que aumentos nas balanças comerciais levam a uma entrada de capital ou a uma redução na saída. Não se trata do tipo para o qual fluxos de crédito aumentam com aumentos nas exportações, **ceteris paribus**. Por outro lado, os coeficientes podem ser interpretados como um índice de confiabilidade[16]. À medida que a balança comercial melhora, ocorre uma redução nos fluxos não-regis-

[16] Veja, por exemplo, Z. Hodjera [10], para esse tipo de interpretação.

trados. De qualquer modo, a suposta natureza compensatória do fluxo de erros e omissões é certamente refutada pelos resultados da regressão.

Observou-se anteriormente que mudanças no diferencial da taxa de desconto levam a fluxos adversos de capital de curto prazo. Uma política que restringe fundos leva à entrada de capitais, a qual atenua o efeito da política satisfazendo à demanda residual. Se o capital não-registrado apresenta um comportamento similar ao do capital de curto prazo, a variável política deveria apresentar um coeficiente positivo. No entanto, na equação (10), o coeficiente é negativo e significante. Essa observação não é necessariamente perturbadora. De um lado, em lugar de fornecer fluxos adversos à política, há uma saída de fundos de curto prazo na época em que a política restringe a disponibilidade do capital. De outro, isso certamente confirma o comportamento de fuga de capital de fluxos não-registrados.

É bem possível que o coeficiente constitua uma reação retardada ou uma antecipação dos efeitos e causas da política monetária rígida. Há duas razões para se chegar a essa interpretação. Em primeiro lugar, o enrijecimento de uma política monetária através de uma elevação na taxa de desconto pode ser ocasionado por condições inflacionárias existentes. Os efeitos da política monetária, percebidos um período mais tarde, podem portanto estar associados a saídas de fluxos não-registrados, as quais constituem também uma reação retardada. Em segundo, na medida em que os efeitos políticos não ocorrem no período seguinte, a saída de capitais seria uma expectativa ou antecipação de uma inflação continuada. Um substituto melhor pode ser a variação esperada em taxas de inflação. Fica também claro, através da equação (10), que há uma diferença no comportamento do item, antes e após a desvalorização de 1965. A variável **dummy** é significante e apresenta uma redução nos fluxos de saída durante um período de controle ou durante a gradual suspensão das restrições.

A variação das variáveis independentes explica cerca de metade dos fluxos de capital não-registrados. Todavia, o coeficiente de determinação está associado à autocorrelação positiva, conforme indicado na estatística D.W. Transformar a equação em sua primeira diferença para anular a autocorrelação, como apresentado na equação (11), apenas diminui, ainda mais, a estatística D.W.; repetir a regressão reduz os graus de liberdade. Assim, não se procedeu a qualquer transformação adicional.

$$EO_t = -63{,}42 + \underset{(3{,}39)}{0{,}18}\,\Delta TB_{t-1} - \underset{(-0{,}72)}{0{,}04}\,\Delta TB_{t-2} - \underset{(-8{,}32)}{41{,}61}\,\Delta DR_{t-1} + \underset{(1{,}76)}{27{,}31}\,D_1 + U_t \qquad (11)$$

$\bar{R}^2 = 0{,}84$ D.W. = 0,73 1958-1973

É aparentemente conclusivo o fato de os fluxos de capital não-registrado não sugerirem, de qualquer forma, um papel compensatório no balanço de pagamentos. Os coeficientes não apenas são insignificantes ou têm sinal errado, como também não apresentam a característica normalmente encontrada para um item abaixo da linha. A conclusão imediata é a de aceitar a idéia de que o item realmente registra fugas de capital.

Duas variáveis podem ser consideradas como capazes de afetar a fuga de capital. Uma delas foi discutida anteriormente — a expectativa de inflação. De modo mais geral, a expectativa deve ser relativa a um país para onde os fundos poderiam se deslocar. De fato, a variável independente seria uma mudança esperada no diferencial da taxa de inflação. Em nosso estudo empírico, utilizamos o diferencial do custo de vida (em pontos do índice) entre as Filipinas e os Estados Unidos, supondo que as fugas de capital se movimentam naquela direção. A segunda variável é o movimento da taxa de câmbio do mercado negro. É razoável supor que especuladores de câmbio nos países em desenvolvimento encaram movimentos antecipados na taxa do mercado negro como um incentivo para movimentar ou reter fundos no exterior. De um lado, há a perspectiva de lucros sobre uma posterior (se acontecer) repatriação dos fundos. De outro, há a perspectiva de mudança oficial na taxa de câmbio (por exemplo, uma desvalorização), o que significaria, igualmente, um lucro. Todavia, não está claro se é o movimento absoluto da taxa do mercado negro ou a mudança relativa à taxa oficial que afeta a fuga de capital.

Não há também qualquer razão **a priori** para saber até que ponto, no futuro, movimentos antecipados da variável afetam o fluxo corrente de fundos não-registrados. Para colocar essas considerações em uma relação de estimação, usamos a variação, quer no diferencial do custo de vida, quer no diferencial da taxa do mercado negro, um e dois períodos após sua ocorrência, ou seja,

$$EO_t = -99{,}99 - \underset{(-0{,}79)}{2{,}13}\Delta CLD_{t+1} - \underset{(-0{,}48)}{1{,}38}\,\Delta CLD_{t+2} - \underset{(-0{,}13)}{6{,}47}\Delta BRD_{t+1} + \underset{(0{,}25)}{11{,}70}\Delta BRD_{t+2} + \underset{(1{,}71)}{59{,}83}\,D_1 + U_t \qquad (12)$$

$\bar{R}^2 = 0{,}11$ D.W. = 2,51 1958-1973

e para sua transformação nas primeiras diferenças,

$$EO_t = -133{,}00 - \underset{(-0{,}75)}{1{,}66}\Delta CLD_{t+1} + \underset{(0{,}94)}{2{,}64}\Delta CLD_{t+2} - \underset{(-0{,}57)}{22{,}27}\Delta BRD_{t+1} +$$

$$+ \underset{(2{,}09)}{152{,}95}\Delta BRD_{t+2} + \underset{(2{,}66)}{53{,}31}\, D_1 + U_t \qquad (13)$$

$\bar{R}^2 = 0{,}29$ D.W. = 1,97 1958-1973

onde ΔCLD_{t+1} e ΔCLD_{t+2} representam as mudanças no diferencial do custo de vida expressas nos pontos do índice dentro de um e dois períodos, respectivamente. ΔBRD_{t+1} e ΔBRD_{t+2} são as mudanças no diferencial da taxa do mercado negro com a taxa oficial expressa em pesos por dólar norte-americano.

Como pode ser prontamente observado, as variáveis independentes postuladas são insignificantes ou têm sinal errado, ou ambas as alternativas. Note-se que os coeficientes de expectativas mais distantes no futuro (dois períodos após) possuem o sinal errado. Não há qualquer interpretação plausível para a significância do coeficiente com relação ao diferencial da taxa de mercado negro, em um período de dois anos, como sendo positivo. A significância aparece somente após a transformação da equação de regressão em suas primeiras diferenças. A estatística D.W. cai e sobe o $\bar{R}^2$ ajustado.

As equações de (10) a (13) sugerem haver uma diferença comportamental entre os dois regimes, como anteriormente elaborados na análise de fluxos de capital registrado. Essa diferença ainda está por ser estudada quantitativamente.

Experiências com as variáveis, conduzidas para o período durante o controle de câmbio e a taxa flutuante não produziram equações empíricas consistentes. Os coeficientes de regressão tinham sinais errados e eram insignificantes; os coeficientes de determinação ajustados eram baixos ou negativos; as estatísticas Durbin-Watson indicaram grande autocorrelação dos resíduos. Em geral, a análise sistemática do período refletiu a atmosfera econômica internacional, isto é, diversas formas de controle de câmbio e restrições, ou a gradual suspensão dos mesmos associada a diferentes quantidades de transações de câmbio conduzidas a taxas diversas. Todos estes fatores compuseram as dificuldades da análise sistemática. As experiências não puderam dar origem a qualquer equação que fosse útil para a análise e derivação de implicações.

Para o período subseqüente à desvalorização, os fatos são totalmente diferentes. Consideramos que as variáveis independentes são significantes e explicam uma alta proporção da variação no item de erros e omissões. Em particular, revelou-se que uma taxa de câmbio realística constitui um fator importante, determi-

nando movimentos de fuga de capital. A equação (14) e sua transformação nas primeiras diferenças, a equação (15), resumem o comportamento:

$$EO_t = -62{,}28 + \underset{(1{,}02)}{1{,}37}\Delta CLD_{t+1} - \underset{(-4{,}26)}{6{,}91}\Delta CLD_{t+2} = \underset{(-4{,}25)}{103{,}99}\Delta BR_{t+1} +$$

$$+ \underset{(1{,}35)}{31{,}00}\Delta BR_{t+2} + U_t \qquad (14)$$

$\bar{R}^2 = 0{,}80$ D.W. = 2,55 1966-1973

$$EO_t = -68{,}61 + \underset{(0{,}48)}{0{,}84}\Delta CLD_{t+1} - \underset{(-3{,}46)}{7{,}01}\Delta CLD_{t+2} - \underset{(-3{,}71)}{100{,}62}\Delta BR_{t+1} +$$

$$+ \underset{(1{,}14)}{28{,}62}\Delta BR_{t+2} + U_t \qquad (15)$$

$\bar{R}^2 = 0{,}74$ D.W. = 2,47 1966-1973

A taxa de câmbio do mercado negro do período subseqüente desempenha um papel importante no movimento de fuga de capital. Em particular, a variação total na taxa de câmbio do mercado negro parece ser uma variável importante e não o diferencial de taxa de câmbio. De fato, especuladores consideram o mercado negro como indicador das condições de transações econômicas internacionais. Aparentemente, as mudanças esperadas para daqui a dois períodos não afetam o movimento de fundos, ou seja, aqueles que transferem o capital para o exterior baseiam seu comportamento somente em termos de expectativas do período imediato.

A variável diferencial do custo de vida requer alguma explicação. Em primeiro lugar, os coeficientes correspondem a menos de 1/10 dos referentes aos movimentos da taxa de câmbio no mercado negro. Portanto, em termos relativos, as percepções de inflação desempenham um papel menor nas fugas de capital. Em segundo, é a expectativa mais longa que é significativa e assinalada de forma correta. Se o comportamento, associado às perspectivas do custo de vida, é deliberado, aqueles que movimentam fundos precisam adquirir um conhecimento específico numa perspectiva de longo prazo. Essa sofisticação pode não constituir uma proposição plausível com relação aos países em desenvolvimento. Dados estes fatores, parece que o movimento devido às variações no diferencial do custo de vida é mais um hábito, e, conseqüentemente, uma transferência regular. Portanto, não seria tão volátil quanto desvios de capital dadas as expectativas de mudanças na taxa do mercado negro.

As variáveis aplicadas para trás ou para adiante de seus valores significantes não afetam a variação dos erros e omissões, conforme indica a equação (16):

$$EO_t = -83{,}44 - \underset{(-0{,}18)}{0{,}45}\Delta CLD_{t+1} - \underset{(-1{,}11)}{44{,}85}\Delta BR_{t+2} + U_t \qquad (16)$$

$\bar{R}^2 = -0{,}12$ D.W. = 2,13 1966-1973

5. Conclusão

Os dois itens anteriores descreveram a experiência de um país em desenvolvimento com fluxos financeiros. Esta experiência foi avaliada em termos de políticas de taxa de câmbio diferentes – prática comum entre esses países.

Sintetizando os resultados, não há diferença aparente nos movimentos de capital entre o período em que prevalecem controles rígidos e restrições de câmbio, e aquele em que a taxa de câmbio é flutuante, a taxa oficial mantida, os controles gradualmente suspensos, com a exigência de que algumas transações sejam realizadas a taxas oficiais. No entanto, há uma diferença entre esses períodos e o período subseqüente à desvalorização real da taxa de câmbio.

As diferenças são bastante significativas e importantes. Primeiramente, consideremos os fluxos de capital registrado. Em um período em que a taxa de câmbio de um país não é realística, o comportamento não é facilmente controlável. Para os casos que podem ser explicados, os fluxos são compensatórios, mas as proporções dos movimentos comerciais financiados são pequenas. Com base na experiência filipina, menos de 15% das variações na balança comercial levam a fluxos de capital. Na mesma disposição, a extensão da defasagem no comércio parece bem maior, pelo menos superior a um ano, para as Filipinas.

Para o período posterior a uma desvalorização ou em que uma taxa de câmbio reflete uma taxa em equilíbrio, o ajuste estatístico é melhor. As variáveis independentes respondem por mais da metade da variação no fluxo de capital. Mais uma vez, os fluxos parecem ser compensatórios. As proporções do comércio financiadas através desses movimentos são maiores. No caso filipino, estas proporções representam o dobro daquelas ocorridas durante um período de desequilíbrio – 30% do comércio; e a extensão da defasagem é bem menor, sendo que os fluxos levam um ano, em média, para reagirem a variações no comércio.

Durante qualquer um desses dois períodos não há mudança na reação dos movimentos de capital em relação a mudanças na política monetária doméstica. Em ambos os exemplos, os fluxos são adversos à política adotada. Tudo isto indica que os fluxos são amplos e ocorrem com defasagem de um ano – extensão de tempo para uma política possivelmente tornar-se efetiva. Em resumo, os fluxos tendem não só a diminuir os objetivos políticos, mas também a suprir a demanda de crédito durante um período de política monetária rígida. Pressupondo que os países

que desenvolvem atividades comerciais têm taxas semelhantes de crescimento monetário, a variável política doméstica apresenta um efeito neutro sobre o balanço de pagamentos durante qualquer dos dois períodos.

Consideremos agora os fluxos de capital não-registrado incorporados no item de erros e omissões. A primeira tarefa consiste em determinar se o item retrata o comportamento similar ao do capital de curto prazo. Nosso exame da experiência filipina refuta a natureza compensatória do item. Os valores sistematicamente negativos e amplos do item em outros estudos também sugerem que o movimento corresponde a uma variedade de fugas de capital. A próxima tarefa consiste em determinar a quais variáveis ele está associado. A partir dos dados sobre as Filipinas, observamos que os valores futuros dos movimentos da taxa de câmbio do mercado negro condicionam a variabilidade dos desvios de capital em montantes substanciais, refletidos no coeficiente de regressão. O parâmetro do diferencial do custo de vida indicou ser o fluxo de natureza habitual. Obviamente, a existência de mercados negros para o câmbio estrangeiro, em muitos países em desenvolvimento, também indica sua importância como um determinante no fluxo de fuga de capital.

Se existe uma diferença no movimento de fuga de capital sob qualquer dos dois regimes de taxa de câmbio, isto pareceria constituir uma questão acadêmica. Sabemos que desvios de capital reagem a mudanças nas taxas do mercado negro, porém, estas taxas movimentam-se mais rápido quando a taxa oficial é mantida a um nível irreal. Portanto, é óbvio que um desvio brusco entre a taxa oficial e a taxa do mercado negro implique movimentos mais amplos de desvio de capital.

Com base na experiência das Filipinas, os fluxos de capital registrado caem abaixo da linha no balanço de pagamentos. Quantias menores fluem durante um período de desequilíbrio e com um retardo mais longo. Por outro lado, movimentos de capital não-registrado são autônomos, dependendo, de alguma forma, do regime de taxa de câmbio. Sob um regime de controles ou de taxas *livres*, as taxas do mercado negro apresentam mais variabilidade e, portanto, induzem a maiores fluxos de saída. De modo oposto, quando uma taxa de câmbio reflete forças do mercado, ocorre um afrouxamento no mercado negro e, conseqüentemente, nas fugas de capital.

Se nosso caso ilustrativo retrata uma descrição razoavelmente geral de outros países em desenvolvimento, a avaliação de regimes de câmbio divergentes, em termos de fluxos de capital, é de crucial importância para o balanço de pagamentos – e basicamente para a taxa de câmbio. Em primeiro lugar, há uma quantidade bem menor de fluxos de capital (estabilizantes) com uma paridade irreal. Quaisquer dos fluxos existentes, estes serão mais defasados. Em segundo, esse tipo de regime promove um mercado negro próspero para câmbio estrangeiro. Em terceiro, taxas crescentes do mercado negro geram amplos volumes de fugas de capital. Todos esses fa-

tores combinados adicionam maior ônus financeiro no balanço de pagamentos e, conseqüentemente, na taxa de câmbio. Esse estudo enfatiza a necessidade de uma taxa de câmbio realística. Isso atenua o ônus no balanço de pagamentos e a pressão sobre a taxa de câmbio. Uma taxa de paridade irreal mantida desorganiza tanto fluxos financeiros registrados quanto não-registrados. Também acrescenta maior ônus ao financiamento no balanço de pagamentos, e por sua vez, na própria taxa de câmbio.

BIBLIOGRAFIA

1 BELL, P.W. Private capital movements and the U.S. balance of payments position. In: ESTADOS UNIDOS. Congress. Joint Economic Committee. *Factors affecting the United States balance of payments.* Washington, U.S. Government Printing Office, 1962. p. 395-481.

2 CARLO, G. R. de. Interest sensitivity of short-term capital movements: some recent statistical studies. *Kyklos,* Basel, Kyklos Verlag, v. 22, n. 4, pp. 737-51, 1969.

3 CLARK, P.B. The effects of international monetary developments on capital movements. *Law and Contemporary Problems,* Durham, North Carolina, The Duke Univ. School of Law, n. 34, pp. 18-32, Winter 1969.

4 COHEN, B.J. A survey of capital movements and findings regarding their interest sensitivity. In: ESTADOS UNIDOS. Congress. Joint Economic Committee. *The United States balance of payments.* Washington, U.S. Government Printing Office, 1963. part I. pp. 192-208.

5 CONCEPTS and definitions applying to the basic presentation in the yearbook. In: *Balance of payments yearbook,* v. 16, 1964.

6 COOPER, R.N. Currency devaluation in developing countries. *Essays in International Finance,* Princeton, N.J., Princeton Univ., n. 86, 1971.

7 DIAMOND, M. Trends in the flow of international private capital, 1957-1965. *International Monetary Fund Staff Papers,* Washington, IMF, v. 14, n. 1, pp. 1-42, Mar. 1967.

8 FINANCING and invisible institutional arrangements. In: UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT, Geneva, Mar. 23 – June 16, 1964. *Proceedings.* v. 5, pp. 350-52.

9 GOLAY, F.H. *The Philippines: public policy and natural economic development.* Ithaca, N. Y., Cornell Univ. Press., 1961.

10 HODJERA, Z. Short-term capital movements of the United Kingdom 1963-1967. *Journal of Political Economy,* v. 79, pp. 739-75, July/Aug. 1971.

11 HOST-MADSEN, P. How much capital flight from developing countries? *Finance and Development,* Washington, IMF, v. 2, pp. 25-33, Mar. 1965.

12 INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Balance of payments yearbook.* (vários números)

13 ———. *Seventeenth annual report on exchange restrictions,* Philippines, 1966.

14 ———. *Twelfth annual report on exchange restrictions,* Philippines, 1961.

15 KENEN, P. B. Short-term capital movements and the U.S. balance of payments. In: ESTADOS UNIDOS. Congress. Joint Economic Committee. *The United States balance of payments.* Washington, U.S. Government Printing Office, 1963. part I. pp. 153-91.

16 KINDLEBERGER, C.P. *International economics,* 4th ed. Homewood, Ill., R.D. Irwin, 1968.

17 MARCUS, E. & MARCUS, M. R. *International trade and finance.* New York, Pitman Publ., 1965.

18 PIPPENGER, John. Balance-of-payments deficits: measurement and interpretation. *Review,* St. Louis, Federal Reserve Bank of St. Louis, v. 55, n. 11, pp. 6-14, Nov. 1973.

19 PORTER, Michael G. Capital flows as an offset to monetary policy: the German experience. *International Monetary Fund Staff Papers,* Washington, IMF, v. 19, n. 2, pp. 395-424, July 1972.

20 RANIS, G. ed. *Government and economic development.* New Haven, Connecticut, Yale Univ. Press, 1971. cap. 13.

21 RHOMBERG, R.R. Private capital movements and exchange rates in developing countries. *International Monetary Fund Staff Papers,* Washington, IMF, v. 13, n. 1, pp. 1-42, Mar. 1966.

22 WHITMAN, M. Economic openness and international financial flows. *Journal of Money, Credit and Banking,* Columbus, Ohio, Ohio State Univ. Press, v. 1, n. 4, pp. 727-49, Nov. 1969.

23 WILLIAMSON, J.H. The crawling peg. *Essays in International Finance,* Princeton, N.J., Princeton Univ., n. 50, 1965.

24 WOODLEY, W. John R. Some institutional aspects of exchange markets in the less-developed countries. In: ALIBER, Robert Z. ed. *The international market for foreign exchange.* New York, F.A. Praeger, Publ., 1969, pp. 177-94.

Uma Análise da Correção Monetária Brasileira para Ativos Fixos*

Richard P. Brief**

Este trabalho demonstra o modo pelo qual um modelo de depreciação do valor atual pode ser usado para analisar a correção monetária brasileira para ativos fixos. A correção monetária aplicada no Brasil é encarada como uma metodologia voltada para o ajuste da taxa de retorno nominal, de modo a estimar a taxa de retorno real a partir de dados contábeis. Um outro procedimento, denominado o "dual" do método brasileiro, envolvendo apenas a correção monetária de renda, produz resultados idênticos.

Dentro do arcabouço da teoria da estimação, este trabalho argumenta que enquanto o método de depreciação em linha reta (ou método acelerado) tiver que ser usado com a finalidade de depreciar o custo original, provavelmente a metodologia brasileira é preferível ao método alternativo, que exige somente a correção de renda. Entretanto, resta analisar se esta conclusão se aplicaria à empresa ou ao contexto de ativos múltiplos com ativos monetários e exigibilidades fatoradas no modelo.

1. Introdução

Desde o clássico trabalho de Ladelle [8], muitos teóricos em contabilidade têm usado modelos de depreciação do valor atual com a finalidade de estruturar vários problemas em contabilidade. No entanto, Bierman [3] foi o primeiro a analisar o problema do nível de preço em uma estrutura de valor atual.

O modelo de valor atual apresenta um recurso lógico para aplicação em contabilidade porque suas variações são amplamente discutidas na análise financeira. Ainda que o modelo em si apresente algumas suposições que restringem sua apli-

* Título original: "An Analysis of the Brazilian Monetary Correction for Fixed Assets". Tradução de Marise Philbois Toledo.

** Professor Visitante da Pontifícia Universidade Católica (RJ), e Professor de Estatística e Contabilidade de Empresas, na Universidade de Nova Iorque.

cação e certas limitações conceituais no contexto dos ativos múltiplos (Thomas [9], Brief & Owen [5]), é um dos poucos arcabouços teóricos disponíveis para se analisar a metodologia contábil.

Neste trabalho, mostramos como o modelo pode ser usado para analisar a correção monetária brasileira para ativos fixos. Demonstraremos que a correção monetária brasileira pode ser considerada, sob certas condições, como uma metodologia elaborada para ajustar a taxa nominal de retorno visando calcular a taxa real de retorno a partir de dados contábeis. Demonstraremos também que um procedimento alternativo mais simples, o qual denominamos *dual* do método brasileiro (cf. Ijiri [7]), envolvendo apenas a *correção monetária da renda*, produz resultados idênticos. Conseqüentemente, consideraremos também a seguinte questão: qual é a *melhor* alternativa metodológica?

No item 2 deste trabalho estabeleceremos a distinção entre as taxas reais e nominais de retorno. No item 3, mostraremos a maneira pela qual os dados contábeis podem ser interpretados em termos do problema do cálculo de taxas de retorno. No item 4, discutiremos as duas metodologias para o cálculo da taxa real de retorno. Finalmente, mencionaremos as implicações da análise.

2. Taxas Nominais e Reais de Retorno

Suponhamos que X_1^N seja a quantia de moeda recebida em termos nominais ao final do ano 1, e que C seja o montante investido no início do ano. A seguir, suponhamos que p seja a taxa de inflação. A taxa real de retorno, r, sobre o investimento pode ser obtida a partir da seguinte definição de taxa de retorno:

$$C = \frac{X_1^N/1+p}{1+r} = \tag{1}$$

$$= \frac{X_1^N}{(1+p)(1+r)}. \tag{2}$$

Se supusermos que m seja a taxa nominal de retorno,

$$1 + m = (1+p)(1+r),$$

ou

$$m = p + r + rp. \tag{3}$$

Dessa forma, a taxa real de retorno ao final do período 1 é

$$m - p = r + rp, \tag{4}$$

a qual, em termos de início de período é

$$\frac{r + rp}{1 + p} = r. \tag{5}$$

A correção monetária brasileira para ativos fixos será analisada em termos do cálculo de r com a utilização de dados contábeis. O arcabouço teórico para o uso de dados contábeis objetivando estimar uma taxa de retorno tal como r foi denominado *teoria da estimação* (Brief & Owen [4 e 6]). No próximo item, demonstramos como a teoria da estimação pode ser utilizada para interpretar o uso de modelos de valor atual sob condições não-inflacionárias. Em seguida, modificamos o modelo para introduzir a inflação.

3. Teoria da Estimação e Modelos de Valor Atual

A forma específica de modelo de valor atual, geralmente utilizada na contabilidade, é o modelo de *taxa interna de retorno* (IRR). Este modelo é comumente aplicado a um ativo específico a fim de se determinar um esquema de amortização dotado de duas propriedades bastante conhecidas:

a) o valor contábil de um ativo, baseado em esquemas de amortização derivados do modelo, é igual ao valor atual, descontado, de futuros fluxos de caixa, onde a taxa de desconto é a taxa interna de retorno do ativo; e

b) a relação, ou taxa de retorno — entre a renda e o valor contábil de início de período do ativo, derivada de esquemas alocacionais baseados em um modelo de valor atual — é igual à taxa interna de retorno do ativo, que permanece constante ao longo do tempo.

Do ponto de vista da teoria da estimação, os dados que aparecem em demonstrativos financeiros periódicos são vistos como uma amostragem ou um demonstrativo provisório das atividades contínuas da empresa, e o propósito da informação contábil é estimar parâmetros derivados de dados de períodos variados para um

horizonte de tempo específico. Assim, a IRR é analisada em contabilidade como parte de um esforço para fornecer informações que podem ser utilizadas para estimar: *a*) o valor atual, descontado, do ativo, usando o valor contábil do ativo como um estimador do valor atual; e *b*) a taxa interna de retorno do ativo, usando a relação entre a renda e o valor contábil como um estimador deste retorno ou rendimento.

A Tabela 1 apresenta um exemplo numérico simples para ilustrar um esquema de depreciação do valor atual. Os valores contábeis (custo original menos depreciação) no início do período – 300, 200 e 100 –, são iguais aos valores atuais, descontados, dos fluxos de caixa. As taxas de retorno do período – 0,10 – são iguais à taxa interna de retorno para o projeto. Consideramos que os fluxos de caixa X_i^R são demonstrados em termos reais e recebidos no fim de cada período. Além disso, admitimos também que há certeza quanto ao futuro. O expoente *R* sobre C_i indica que os valores contábeis são determinados através do uso de um método de valor atual baseado em fluxos reais de caixa. Para uma descrição mais genérica dos métodos de depreciação de valor atual, veja o Apêndice, equações (A1) a (A4).

TABELA 1 – Depreciação, Renda e Valores Contábeis em Termos Reais

Período	(1) Fluxos de Caixa Líquidos	(2) Valor Contábil no Início do Período	(3) Depreciação	(4) Renda	(5) Valor Contábil no Fim do Período	(6) Taxa de Retorno
i	X_i^R	C_i^R	$X_i^R - rC_i^R$	(1) – (3)	(2) – (3)	(4) – (2)
1	130	300	100	30	200	0,10
2	120	200	100	20	100	0,10
3	110	100	100	10	–	0,10

4. Estimativa da Taxa Real de Retorno

Conforme assumimos anteriormente, os fluxos de caixa na Tabela 1 foram demonstrados em termos reais. Se assumirmos agora que os fluxos de caixa, X_i^N, são

estimados em termos nominais (ou em moeda corrente), podemos calcular o rendimento nominal (ou taxa interna de retorno nominal) resolvendo a equação (4) para m[1].

$$C_1 = \frac{X_1^N}{1+m} + \frac{X_2^N}{(1+m)^2} + \frac{X_3^N}{(1+m)^3} . \qquad (6)$$

Se *p*, o aumento médio do nível de preço por período durante o período (0, N), for calculado, a taxa real média de retorno, *r*, é (m – p)/(1 + p), conforme a equação (5).

Dois métodos contábeis para o cálculo de *r* são discutidos: *a*) a correção monetária brasileira para ativos fixos; e *b*) um método que corrige a renda diretamente, isto é, o método *dual* da correção monetária brasileira.

4.1. A Correção Monetária Brasileira

A hipótese básica para a aplicação bem-sucedida de um modelo de depreciação de valor atual à análise da correção monetária brasileira para ativos fixos consiste em assumirmos que a depreciação em linha reta, que é exigida no Brasil, também é o esquema *verdadeiro* (ou de valor atual) de depreciação em termos reais. Em outras palavras, temos de admitir um padrão de fluxos de caixa reais que produza depreciação em linha reta para um método de valor atual. A relação entre o padrão de fluxos de caixa e métodos de depreciação de valor atual foi analisada por Ladelle [8] e Anton [1]. Obviamente, os fluxos de caixa da Tabela 1 produzem depreciação em linha reta.

Os fluxos de caixa nominais sobre os quais baseiam-se os cálculos nas Tabelas 2 e 3, foram obtidos através da multiplicação dos fluxos de caixa na Tabela 1 por uma taxa de inflação assumida de p = 0,40. Assim, no ano 1, por exemplo, os fluxos de caixa nominais são de 130 $(1{,}40)^1$ = 182,00; no ano 2, 120 $(1{,}40)^2$ = 235,20; etc.

A correção monetária brasileira para ativos fixos é analisada na Tabela 2. A coluna 1 apresenta fluxos de caixa nominais. A coluna 2 apresenta o valor contábil no início do período. (O expoente *B* denota valores contábeis baseados na metodologia brasileira.) A coluna 3 apresenta a depreciação em linha reta sobre o custo original. A correção monetária brasileira para ativos fixos é apresentada na coluna 4.

[1] Observe que *m*, a taxa interna nominal de retorno, está baseada no fluxo de caixa nominal do projeto, dado o esquema de depreciação para propósitos de imposto de renda.

TABELA 2 – Correção Monetária Brasileira de Ativos Fixos

Período	(1) Fluxos de Caixa Líquidos Nominais	(2) Valor Contábil Nominal no Início do Período	(3) Depreciação sobre o Custo Original	(4) Correção Monetária do Valor Contábil
i	X_i^N	C_i^B	C/N	pC_i^B
1	182,00	300	100	120
2	235,20	280	100	112
3	301,84	196	100	78,40

(5)
Depreciação da Correção Monetária

Período	Como uma Alocação de Correção Monetária	Como um Ajuste de Depreciação	Como uma Alocação de Custo Corrigido
i	$\sum_{t=1}^{i} \frac{1}{N-t+1} (pC_t^B)$	$\frac{C}{N}[(1+p)^i - 1]$	$\frac{1}{N}[C[(1+p)^i - 1]]$
1	$\frac{1}{3}(120) = 40$	40	40
2	$\frac{1}{3}(120) + \frac{1}{2}(112) = 96$	96	96
3	$\frac{1}{3}(120) + \frac{1}{2}(112) + 78,40 = 174,40$	174,40	174,40

Período	(6) Renda Real	(7) Valor Contábil Nominal no Fim do Período	(8) Taxa Real de Retorno
i	(1) – (3) – (5)	(2) – (3) + (4) – (5)	(6)/(2)
1	42	280	0,14
2	39,20	196	0,14
3	27,44	–	0,14

Neste exemplo, admitiremos que a correção monetária, coluna 4, e a depreciação da correção monetária, coluna 5, são calculadas ao final do ano, e que a correção monetária também reflete a inflação no ano de aquisição. Na prática, a época destes ajustes difere, sendo que a depreciação da correção monetária na coluna 5 ocorre em um período diferente do da correção monetária, coluna 4, o que resulta em um leve atraso na detecção da inflação (Arthur Andersen and Co. [2]).

A correção monetária do valor contábil, na coluna 4, é obtida através da multiplicação da taxa de inflação pelo valor contábil do ativo no início de período. O item para registrar este ajuste é um débito em uma conta do ativo e um crédito em uma conta de reservas (capital).

A depreciação da correção monetária, coluna 5, pode ser interpretada de três maneiras: *a*) como uma alocação seqüencial da correção monetária; *b*) como um ajuste de depreciação de nível de preço com base no custo original; ou *c*) como uma alocação do custo corrigido.

A renda real é obtida subtraindo-se dos fluxos de caixa nominais a depreciação sobre o custo original e a depreciação da correção monetária. O valor contábil do fim de período equivale ao valor contábil do início de período menos a depreciação sobre o custo original, mais a correção monetária do valor contábil, menos a depreciação da correção monetária. A taxa real de retorno no final do período é de 0,14 (coluna 8). Portanto, a taxa real de retorno em termos de preços de início de período é de 0,14/1,4 = 0,10. Esta taxa de retorno é idêntica à taxa calculada na Tabela 1.

4.2. O Método *Dual* da Correção Monetária Brasileira

O método alternativo para se obter resultados idênticos é encontrado na Tabela 3. Ainda que o esquema de depreciação de valor atual, implícito no método brasileiro, esteja baseado em fluxos de caixa reais, o esquema de depreciação de valor atual na Tabela 3 se baseia em fluxos de caixa nominais. O expoente *N* sobre fluxos de caixa denota fluxos de caixa nominais. Este expoente indica que valores contábeis se baseiam em um método de valor atual determinado pelo uso de fluxos de caixa nominais (veja Apêndice).

TABELA 3 – Depreciação, Renda e Valores Contábeis em Termos Nominais com Correção Monetária de Renda Nominal

Período	(1) Fluxos de Caixa Líquidos Nominais	(2) Valor Contábil Nominal no Início do Período	(3) Depreciação Nominal	(4) Renda Nominal
i	X_i^N	C_i^N	$X_i^N - mC_i^N$	(1) – (3)
1	182,00	300	20	162
2	235,20	280	84	151,20
3	301,84	196	196	105,84

cont.

conclusão

Período	(5) Correção Monetária de Renda Nominal	(6) Renda Real	(7) Valor Contábil Nominal no Fim do Período	(8) Taxa Real de Retorno
i	pC_i^N	(1) – (3) – (5)	(2) – (3)	(6)/(2)
1	120	42	280	0,14
2	112	39,20	196	0,14
3	78,40	27,44	–	0,14

A renda nominal é reduzida pela *correção monetária de renda* (coluna 5). O fundamento lógico para este ajuste é idêntico ao utilizado para se obter a taxa real de retorno na equação (5), dada a taxa nominal de retorno. O ajuste é descrito em termos mais analíticos no Apêndice, equação (A7).

Deve-se atentar para o fato de que *m*, o retorno nominal, depende do esquema de depreciação empregado para propósitos de imposto de renda. O esquema de depreciação na coluna 3 da Tabela 3 é a depreciação contábil que pode ou não ser igual à depreciação para propósitos de imposto de renda. Aqui, a depreciação contábil é igual a $X_i^N - mC_i^N$, que é a formulação genérica de um método de depreciação de valor atual. No ano 2, por exemplo, a depreciação é de 235,20 – – 0,54 (280) = 84.

A renda real e os valores contábeis obtidos através do uso do método *dual* da correção monetária brasileira (Tabela 3) são idênticos às quantidades diretamente determinadas pela metodologia utilizada na Tabela 2. Estas equivalências são demonstradas no Apêndice, equações (A5), (A6) e (A7).

5. Implicações

Há três implicações importantes que decorrem desta análise. Em primeiro lugar, demonstramos anteriormente as condições sob as quais a correção monetária brasileira para ativos fixos pode ser vista como uma metodologia elaborada para estimar a taxa real de retorno a partir de dados contábeis.

Em segundo lugar, uma metodologia alternativa produz resultados idênticos de maneira mais direta, conforme demonstramos.

Em terceiro lugar, a questão de se decidir quanto ao *melhor* método depende, em primeira instância, do fato de o esquema de depreciação ser previamente fixado, ou seja, determinado por regulação governamental. Se o esquema de depreciação *não* for previamente fixado, ambos os métodos podem produzir os mesmos resultados, conforme demonstrado.

No entanto, se a depreciação em linha reta (ou a acelerada) *tiver* que ser usada, o processo brasileiro talvez seja melhor porque a correção da renda no método *dual* (coluna 5 da Tabela 3), quando combinada com um esquema de depreciação em linha reta (ou acelerada), produziria uma estimativa mais variável da taxa real de retorno.

Esta conclusão pode ser explicada como se segue. Sob condições inflacionárias, o padrão geral de um esquema de depreciação de valor atual seria crescente ao longo do tempo, pelo fato de que os fluxos de caixa *nominais* provavelmente também o seriam, devido à inflação. Em outras palavras, ainda que os fluxos de caixa reais fossem constantes ou decrescentes, uma taxa de inflação de dois dígitos provavelmente produziria uma configuração crescente de fluxos de caixa nominais, a qual, por sua vez produziriam um esquema de depreciação de valor atual *desacelerado,* conforme a Tabela 3. Mas a *correção monetária da renda* na coluna 5 será decrescente ao longo do tempo. Conseqüentemente, os dois ajustes na renda efetuados na Tabela 3, depreciação e correção da renda, são inversamente correlacionados e produzem uma estimativa estável da taxa real de retorno. Porém, se a depreciação em linha reta, ou a acelerada, *tiver* que ser utilizada, a *correção monetária da renda* na Tabela 3 será não-correlacionada ou positivamente correlacionada com a depreciação. Portanto, a combinação da depreciação em linha reta com a correção da renda resultaria em uma estimativa mais instável da taxa real de retorno. Quanto maior fosse a taxa de aumento nos fluxos de caixa nominais, maior seria a instabilidade da estimativa resultantes destes ajustes.

6. Conclusão

Este trabalho analisou a correção monetária brasileira para ativos fixos em termos de um modelo de depreciação de valor atual. Dentro do arcabouço da teoria de estimação, argumentamos que na medida em que o método de depreciação em linha reta (ou o método acelerado) tiver que ser usado para depreciar o custo original, é provável que a metodologia brasileira seja preferível ao método alternativo que requer apenas uma correção de renda.

Resta observar se esta conclusão seria pertinente a empresas ou ao contexto de ativos múltiplos (Brief & Owen [5]), com ativos monetários e exigibilidades incluídos no modelo. Um enfoque macroeconômico dentro do arcabouço de um modelo de valor atual para os fluxos de caixa de uma empresa resultaria em uma visão adicional da questão da contabilidade para uma empresa em condições inflacionárias.

APÊNDICE

Neste Apêndice, as propriedades dos esquemas de depreciação real e nominal são demonstradas analiticamente. Provamos então que os dois métodos, a correção monetária brasileira e o método *dual* da correção monetária, produzem resultados equivalentes.

1. Propriedades Gerais dos Métodos de Depreciação de Valor Atual

Definições:

X_i = fluxos de caixa no período *i*

W_i = valor atual, descontado, dos fluxos de caixa no início do período *i*, onde a taxa de desconto é o rendimento ou a taxa interna de retorno, *K*

C_i = valor contábil no início do período *i*

C = custo do ativo, isto é, $C = C_i$

D_i = depreciação no período *i*

I_i = renda no período *i*

Os métodos de depreciação de valor atual possuem propriedades bastante conhecidas, que são as seguintes:

$$D_i = X_i - rW_i \tag{A1}$$

$$I_i = X_i - D_i = KW_i \tag{A2}$$

$$C_i = C - \sum_{t=1}^{i-1} D_t = W_i \tag{A3}$$

$$I_i/C_i = rW_i/W_i = r \tag{A4}$$

2. Métodos de Depreciação Reais de Valor Atual

Nas equações (A1) a (A4), suponhamos que $K = r$, a taxa real de retorno, e suponhamos que o expoente *R* denote que todas as quantidades se referem a cálculos em termos reais.

3. Métodos de Depreciação Nominais de Valor Atual

Nas equações (A1) a (A4), suponhamos que $K = m$, a taxa nominal de retorno, e que o expoente *N* denote que todas as quantidades variáveis se referem a cálculos em termos nominais.

Assumindo-se uma taxa constante de inflação, *p*,

$$X_i^N = X_i^R\,(1+p)^i.$$

$$W_i^N = W_i^R\,(1+p)^{i-1}.$$

PROVA DE QUE $C_i^B = C_i^N$

Provaremos que $C_i^B = C_i^N$ por indução[2]. Por definição, $C_1^B = C_1^N$, isto é, os valores contábeis do início do período 1 e o método de valor atual (Tabelas 2 e 3, respectivamente) são iguais, conforme o método brasileiro.

Acabamos de postular que $C_i^B = C_i^N$, e demonstramos que $C_{i+1}^B = C_{i+1}^N$. Uma vez que $C_1^B = C_1^N$, isto prova por indução que $C_i^B = C_i^N$.

Uma vez que

$$C_{i+1}^B = C_i^B - D_i^R + pC_i^B - D_i^R\,[(1+p)^i - 1]$$

e uma vez que $C_i^N = W_i^N$ (por (A3)),

$$\begin{aligned} C_{i+1}^B &= W_i^N - D_i^R + pW_i^N - D_i^R\,[(1+p)^i - 1] \\ &= (1+p)W_i^N - D_i^R\,(1+p)^i \\ &= (1+p)W_i^N - (X_i^R - rW_i^R)\,(1+p)^i \\ &= (1+p)W_i^R\,(1+p)^{i-1} - (X_i^R - rW_i^R)\,(1+p)^i \\ &= (1+p)^i\,(W_i^R - D_i^R) \\ &= (1+p)^i W_{i+1}^R \\ &= W_{i+1}^N. \end{aligned}$$

---

2 Agradeço ao Professor Joel Owen por ter sugerido este método de verificação.

Portanto, uma vez que $C_1^B = W_1^N$ e $C_{i+1}^B = W_{i+1}^N$,

$$C_i^B = W_i^N = C_i^N. \tag{A5}$$

PROVA DE QUE I_i^B (coluna 6, Tabela 2) É IGUAL A $(1 + p)\, rW_i^N$

$$\begin{aligned} I_i^B &= X_i^N - D_i^R - D_i^R\,[(1+p)^i - 1] \\ &= X_i^R\,(1+p)^i - D_i^R - D_i^R\,[(1+p)^i - 1] \\ &= X_i^R\,(1+p)^i - (X_i^R - rW_i^R) - (X_i^R - rW_i^R)\,[(1+p)^i - 1] \\ &= rW_i^R\,(1+p)^i \\ &= (1+p)\,rW_i^N. \end{aligned} \tag{A6}$$

PROVA DE QUE I_i^N (coluna 6, Tabela 3) É IGUAL A $(1 + p)\, rW_i^N$

$$\begin{aligned} I_i^N &= X_i^N - (X_i^N - mC_i^N) - pC_i^N \\ &= (r + p + rp)\,W_i^N - pW_i^N \\ &= r\,(1+p)\,W_i^N. \end{aligned} \tag{A7}$$

BIBLIOGRAFIA

1 ANTON, Hector R. Depreciation, cost allocation and investment decisions. *Accounting Research*, Apr. 1956.

2 ARTHUR ANDERSEN AND CO. *Accounting for inflation in Brazil.* 1975.

3 BIERMAN JR., Harold. Discounted cash flows, price level adjustments and expectations. *Accounting Review*, Sarasota, FL., American Accounting Association, Oct. 1971.

4 BRIEF, Richard P. & OWEN, Joel. The estimation problem in financial accounting. *Journal of Accounting Research*, Chicago, Ill., Univ. of Chicago. Graduate School of Business, v. 8, n. 2, pp. 167-77, Autumn 1970.

5 ———. Present value models and the multi-asset problem. *Accounting Review*, Sarasota, FL., American Accounting Association, Oct. 1973.

6 ———. A reformulation of the estimation problem. *Journal of Accounting Research*, Chicago, Ill., Univ. of Chicago. Graduate School of Business, Spring 1973.

7 IJIRI, Yuji. The price-level restatement and its dual interpretation. *Accounting Review*, Sarasota, FL., American Accounting Association, Apr. 1976.

8 LADELLE, O. G. The calculation of depreciation. *The Accountant*, Nov. 26, Dec. 3, 1890. Reprinted In: BRIEF, Richard ed. *The late nineteenth century debate over depreciation, capital and income.* New York, Arno Press, 1976.

9 THOMAS, Arthur L. *The allocation problem in financial accounting.* Evaston, Ill., American Accounting Association, 1969. (Studies in accounting research, 3).

O Papel dos Bancos de Investimento como Instituições de Crédito a Longo Prazo*

Alfredo Behrens**

Os bancos de investimento têm evidenciado uma forte resistência em assumir seu papel de instituições emprestadoras a médio e longo prazo. Em parte, isto se deveria à sua dificuldade em captar recursos a prazos compatíveis com seus objetivos. Taxas de juros subsidiadas poderiam contribuir para solucionar o problema, se os bancos de investimento fossem induzidos a correrem riscos maiores do que aqueles que tradicionalmente têm assumido.

1. Introdução

As modernas correntes do pensamento econômico têm enfatizado o papel central do sistema financeiro no crescimento econômico através da dinamização dos fluxos de poupança e investimento, permitindo uma capitalização mais intensa e uma alocação mais eficiente dos recursos da comunidade. O sentido da casualidade supramencionado merece um trabalho mais abrangente, porém, é impossível negar a existência de uma estreita relação entre o funcionamento dos setores real e financeiro. Pode-se facilmente constatar esta afirmação a partir da experiência brasileira na segunda metade dos anos 60, quando a retomada do crescimento econômico foi acompanhada por um acelerado desenvolvimento do sistema finan-

---

* Agradeço a Paulo Bocater da PUC-RJ, Milton Assis e Claudio Contador, ambos do INPES/IPEA (Instituto de Pesquisas do Instituto de Planejamento Econômico e Social), e a Antonio C.B. Lemgruber, da EPGE/FGV (Escola de Pós-Graduação de Economia da Fundação Getúlio Vargas), pelas idéias e críticas que em muito contribuíram para a formalização deste trabalho. Linda Seabra Pinto prestou inestimável apoio no processamento dos dados. O autor é, no entanto, o único responsável pelas possíveis imprecisões remanescentes.

** Bacharel em Economia pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, funcionário técnico do INPES/IPEA, atualmente cursando mestrado da EPGE/FGV.

ceiro. Este desenvolvimento foi também caracterizado pela diversificação e especialização dos seus instrumentos. Interessa a este trabalho avaliar especificamente o desempenho de um dos instrumentos: os bancos de investimento. Como orientação desta avaliação, buscaremos questionar a habilidade destas instituições em atender à escassez de empréstimos a longo prazo.

2. Resenha Histórica

A fixação de patamares legais sobre juros, em parte nominais, constitui um claro exemplo da difícil imunidade contra a ilusão monetária. A Lei da Usura, estabelecida em 1933, limitou em 12% ao ano a taxa de juros cobrada para operações creditícias. A Cláusula Ouro, por sua vez, impedia o reajuste monetário dos contratos em função das distorções reais ocorridas durante o prazo contratual. A conjugação de ambas as leis com o processo inflacionário provocou o aparecimento de taxas de juros reais negativas com a característica de um subsídio da parte do mutuante em favor do mutuário. Como era de se esperar, os mutuantes desenvolveram uma certa apatia quanto à concessão de empréstimos nestes termos, e os mutuários, por conseguinte, recorreram a artifícios cada vez mais engenhosos para estimular os primeiros a emprestar. Assim, popularizou-se inicialmente o pagamento de juros *por fora*, institucionalizado mais tarde na elegante – e sobretudo legal – letra de câmbio. Estes e outros artifícios[1] contribuíram para atenuar as distorções no tocante à remuneração do capital emprestado. No entanto, não contribuíram para atenuar, na área financeira, a incerteza gerada pelo processo inflacionário. Em alguns casos – como o das transações financeiras ilegais – os artifícios contribuíram para agravar a incerteza, ajudando a acelerar a redução dos prazos de aplicação dos recursos por parte dos poupadores do sistema. A redução dos prazos é conseqüência da procura de proteção contra o risco associado a uma taxa de inflação dificilmente previsível no longo prazo.

A correção monetária viabilizou as operações de crédito a longo prazo ao minorar a importância de uma correta antecipação da taxa de inflação durante o período da operação. Com isto, reduzia-se consideravelmente o risco do crédito a longo prazo; porém, faltavam ainda instituições especializadas neste tipo de operações. Os bancos de investimento viriam a suprir esta carência.

Em 14.7.65, a Lei do Mercado de Capitais fazia uma referência apenas vaga aos bancos de investimento, incumbindo o Banco Central da sua institucionalização, encargo este que foi levado a efeito mediante a Resolução nº 18 de 18.2.66.

---

1 Para uma resenha mais ampla da influência da inflação no mercado de crédito brasileiro no período 1930-69, e, em particular, para um histórico da evolução dos artifícios utilizados para contornar as restrições legais, veja Mário Henrique Simonsen [5].

Já no fim do ano, oito cartas patentes haviam sido concedidas, sendo cinco em São Paulo e três no Rio de Janeiro. Aos bancos de investimento competeria, primordialmente, o fornecimento de capital para as empresas privadas, notadamente para contribuir na formação de capital fixo. O fornecimento de capital poderia ser financiado via crédito corrente (capital de empréstimo) ou via a própria colocação de ações junto ao público (capital de risco).

Começaremos agora a análise dos bancos de investimento como instituições fornecedoras de capital para empréstimos a longo prazo. A definição de uma metodologia quanto à classificação dos prazos de empréstimo é o objetivo do próximo item.

3. Classificação dos Empréstimos

A origem dos bancos de investimento imprimiu-lhes uma tônica de comportamento, caracterizada pela participação em setores creditícios, que não condizia com os objetivos para os quais foram criados. A progressiva normativização quanto às suas áreas de atuação contribuiu, apenas parcialmente, para um enquadramento que as forças do mercado tinham se mostrado ineficientes em promover. Era de se esperar que 11 anos após o seu aparecimento os bancos de investimento apresentassem um perfil de prazos de empréstimos que enfatizasse os de longo prazo ao longo do tempo. A sempre controvertida classificação dos prazos de empréstimo em curto, médio e longo tem se revestido, no meio financeiro, de um caráter caricaturesco que só pode ser compreendido à luz do encurtamento de todos os prazos de empréstimos. Como qualquer classificação é discutível, e as de praxe são insatisfatórias do ponto de vista deste estudo, o leitor deve tolerar a classificação proposta a seguir. Geralmente os empréstimos para o financiamento de capital fixo são contratados por prazos superiores aos concedidos para financiar capital de giro e de consumo. Em vista disto, serão considerados empréstimos de longo prazo apenas os destinados ao financiamento de capital fixo, e de curto prazo, os outros empréstimos concedidos pelos bancos de investimento. As operações (*casadas*) decorrentes de repasses, tanto de recursos nacionais como estrangeiros, foram excluídas de ambas as categorias analisadas acima. A exclusão é justificável, visto que as operações *casadas*, do tipo repasses, implicam um risco mínimo para os bancos de investimento, uma característica que não condiz com o comportamento esperado da esfera privada. Por outro lado, a operação de repasse não pressupõe a existência de bancos de investimento, pois esta função poderia ser desempenhada com eficiência semelhante pelas instituições já existentes na época da criação destes. Portanto, a função de *repassadores* não é específica dos bancos de investimento e não deve ser levada em conta numa avaliação do desempenho dos bancos de investimento como tais. Caso os argumentos não tenham sido suficientes para convencer o leitor, vale adiantar que, se os repasses fossem desagregados e classificados segundo o destino

da sua aplicação, as conclusões deste trabalho seriam reforçadas e não enfraquecidas; portanto, a exclusão dos repasses, embora controvertida, não deveria desqualificar o trabalho.

No item seguinte, analisaremos a participação relativa dos empréstimos de longo e curto prazo no total das aplicações dos bancos de investimento.

4. Aplicações Ativas

Para os anos anteriores a 1971 não há dados disponíveis para quantificar a participação dos empréstimos de longo e curto prazo no total do ativo. Porém, como se trata do período de consolidação dos bancos de investimento – surgidos de antigos bancos comerciais e financeiras – há razões para supor que a participação dos empréstimos de longo prazo no total de aplicações ativas teria sido ainda mais fraca do que a verificada após 1971, o que pode ser constatado na Tabela 1.

TABELA 1 – Participação Percentual de Aplicações no Ativo Total dos Bancos de Investimento*

Ano	Empréstimos			Títulos e Valores Mobiliários
	Longo Prazo	Curto Prazo	Repasses	
1966	–	–	6,0	8,3
1967	–	–	6,0	7,8
1968	–	–	13,2	11,3
1969	–	–	11,9	11,6
1970	–	–	12,0	12,3
1971	3,5	45,8	15,6	14,4
1972	2,3	40,1	25,8	8,4
1973	2,3	43,4	25,1	8,4
1974	2,7	42,9	25,1	8,2
1975	2,4	48,6	25,3	13,7
1976	4,1	48,1	26,1	5,1

* Com base nas posições verificadas para dezembro de cada ano.

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil [1, pp. 66-7].

Outra constatação interessante, decorrente da análise da Tabela 1, é a estabilidade estrutural dos agregados nela evidenciada[2]. Observe-se que a estabilidade da participação desses agregados esconde uma alta variação das contas que os compõem. A variação das contas que compõem os agregados pode ser inferida a partir dos dados a respeito dos empréstimos de curto prazo na Tabela 2. Nela, pode-se constatar que o decréscimo paulatino dos empréstimos por aceites cambiais e dos empréstimos ao consumidor é acompanhado de um constante crescimento dos empréstimos para capital de giro, de tal sorte que a resultante dessas variações é um total de empréstimos a curto prazo razoavelmente estável.

TABELA 2 – Participação Percentual no Ativo das Contas que Compõem os Empréstimos de Curto Prazo

Ano	Empréstimos				
	Por Aceites Cambiais		Outros		Total – Curto Prazo
	Capital de Giro	Consumidor	Capital de Giro	Consumidor	
1971	13,7	2,4	26,0	3,7	45,8
1972	6,9	1,8	27,4	3,9	40,0
1973	1,8	0,3	37,7	3,5	43,4
1974	0,5	0,0	38,2	4,0	42,9
1975	0,1	0,0	46,8	1,7	48,6
1976	0,0	0,0	47,6	0,4	48,1

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil [1, pp. 66-7].

A surpreendente estabilidade da insatisfatória distribuição relativa das aplicações ativas denota a persistência do desvio apresentado pelo comportamento efetivo dos bancos de investimento em relação aos objetivos desejados. A persistência do desvio, conjugada à variabilidade das contas afetadas por medidas governamentais, se deveria à capacidade dos bancos de investimento em substituir formas de aplicação de ativos, neutralizando os efeitos visados pelas medidas governamentais. Donde, a estabilidade estrutural do ativo dos bancos de investimento deve ser tomada como a evidência de uma certa resistência dos mesmos em relação às medidas governamentais que visam promover seu enquadramento às suas funções específicas.

Após a avaliação de algumas das características dos agregados das operações ativas dos bancos de investimento, seria oportuno apresentarmos o comportamento de alguns agregados das operações passivas, com o propósito de fornecer uma explicação para a estrutura de aplicações ativas. Inicialmente discutiremos a classificação dos agregados para depois analisarmos a sua evolução.

2 A proximidade dos máximos e mínimos evidenciados para cada um dos agregados permite apontar uma grande estabilidade na participação desses agregados no total do ativo dos bancos de investimento.

5. Captação de Recursos

Como resultado do esforço de captação dos bancos de investimento, foram considerados apenas os resultados condensados nas contas *Depósitos a prazo fixo com Correção Monetária* e nas *Letras de Câmbio de Aceite Próprio.* Ambas as contas foram consolidadas na Tabela 3 sob o título *Captação.* As obrigações contraídas por repasses foram excluídas devido ao fato de serem obrigações contraídas com um risco mínimo, não fazendo parte do esforço de captação dos bancos de investimento. O propósito de incluir as obrigações por repasses na Tabela 3 é apenas o de ilustrar a importância relativa dos recursos provenientes do exterior via a Resolução nº 63.

TABELA 3 – Agregados de Operações Selecionadas do Passivo, como Percentagem do Total do Passivo

Ano	Captação	Repasses				Outras Exigibilidades	Recursos Próprios
		Nacionais	Estrangeiros				
			Res. 63	Total	Total		
1966	46,8	6,0	0,0	0,0	6,0	19,9	27,3
1967	67,1	4,6	1,1	1,1	5,7	13,6	13,5
1968	57,5	4,2	8,8	8,8	1,3	16,1	13,4
1969	57,4	3,7	7,6	7,6	11,3	16,3	14,9
1970	55,9	3,3	8,2	8,2	11,5	19,6	12,9
1971	54,9	4,1	11,3	11,3	15,4	14,7	14,8
1972	44,8	3,5	22,4	22,4	25,9	17,4	11,4
1973	43,8	6,9	17,6	19,2	26,1	16,7	13,9
1974	40,1	7,9	16,7	18,2	26,1	17,5	12,1
1975	46,3	8,7	14,7	15,7	24,4	14,1	9,9
1976	45,4	11,4	13,9	14,7	26,1	12,1	10,6

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil [1, pp. 68-9].

As características da contratação destes recursos por parte dos tomadores de empréstimos, principalmente no que se refere aos prazos, permitem afirmar que estes recursos financiam, primordialmente, capital de giro. Dado o destino da sua aplicação e a sua importância relativa ao total de recursos repassados, é possível afirmar que se os empréstimos por repasses concedidos pelos bancos de investimento fossem desagregados contribuiriam mais para aumentar o montante de empréstimos de curto prazo do que o de longo prazo. É neste sentido que, conforme já afirmamos, a inclusão dos montantes repassados nos totais dos empréstimos de curto e longo prazo contribuiria para fortalecer as conclusões do trabalho.

Na Tabela 3 encontram-se resumidas as fontes de recursos dos bancos de investimento. Estes recursos podem ser captados no próprio país (recursos internos) ou no exterior (recursos externos). No caso de serem recursos internos, podem ter como fonte a poupança privada do sistema econômico, recursos próprios dos bancos de investimento ou recursos do Banco Central[3], incluídos sob a coluna *Outras Exigibilidades.* No caso de se tratarem de recursos externos, estes podem ter sido captados segundo diferentes modalidades, sendo a mais importante delas definida pela Resolução 63 do Banco Central. Apesar da diversidade de modalidades de captação de recursos externos, a disponibilidade destes depende de um mesmo grupo de fatores, o que permite agregá-los e tratá-los conjuntamente.

Como as características desse quadro de captação de recursos contribuem para a compreensão do comportamento dos bancos de investimento quanto às suas aplicações, passaremos a analisar os fatores que incidem sobre a captação dos recursos.

O desempenho da captação de depósitos a prazo e emissão de letras de câmbio dos bancos de investimento, (sob *Captação* na Tabela 3) está condicionado à atratividade desses papéis, e esta depende, em grande parte, da política das Autoridades Monetárias. Uma vez que estas fixam as normas, fica caracterizada a concorrência pela captação de poupanças internas entre os bancos de investimento e o restante do sistema financeiro[4]. Não é possível afirmar que as características desta concorrência tenham sido favoráveis aos bancos de investimento que desenvolveram sua captação obrigados a exigirem dos investidores prazos mais longos do que os exigidos pelos seus concorrentes. Ainda, era precária a permissão para os bancos de investimento emitirem o título preferido do mercado: a letra de câmbio. Os instrumentos substitutos desta, como as debêntures, eram de difícil colocação num mercado em que eram relativamente desconhecidos, mercado este que, principalmente desde 1971, mostrou-se avesso a títulos vinculados a ações.

Em períodos de inflação crescente os títulos de renda fixa, especialmente os de longo prazo de maturação, são concorrentes fracos para os de correção monetária posfixada. É bem verdade que os bancos de investimento dispunham de investimentos de captação com correção monetária posfixada, porém a sua emissão exigia um depósito de prazo fixo superior ao do seu principal concorrente, o Sistema Financeiro da Habitação, o qual podia exigir apenas um trimestre para uma rentabilidade semelhante.

---

3 Observe-se que na prática os bancos de investimento captam outros recursos não-privados, e que dão origem às operações de repasse excluídas desta análise.

4 Para um tratamento mais amplo do assunto veja Walter L. Ness, Jr. [4, p. 361].

A desvantagem relativa dos bancos de investimento quanto aos prazos de captação de poupança não podia ser neutralizada pelo aumento da rentabilidade dos seus títulos uma vez que os juros pagos estiveram tabelados durante períodos significativos. O pagamento de juros *por fora*, apesar de mais conhecido do que a debênture, era visto pelo investidor com um receio semelhante ao reservado para a última, principalmente depois de episódios como o do Banco Halles.

Em suma, dadas as condições de concorrência – obrigados a captar poupanças a prazos mais longos do que aqueles que os investidores prefeririam, e impossibilitados de oferecer uma remuneração real pelos seus depósitos que fosse suficientemente atrativa – o desempenho dos bancos de investimento como captadores de poupança interna apenas poderia ser satisfatório em períodos nos quais as expectativas dos investidores fossem no sentido de uma inflação declinante ou pelo menos estável.

Tendo analisado as condições da captação da poupança interna, vale identificar quais são os fatores que incidem sobre a captação em outras fontes.

Os recursos próprios dos bancos de investimento constituem uma possível fonte de recursos. Porém, estes recursos são fornecidos conforme a lucratividade esperada da gestão global de cada banco de investimento. A lucratividade será baixa quando a captação de poupança interna e externa for fraca; portanto, os recursos próprios não constituem uma alternativa, e sim apenas um complemento à captação da poupança interna.

Os recursos provenientes do Banco Central são obtidos em situações de emergência, de forma que um banco de investimento que recorresse a esses fundos com freqüência acabaria por comprometer sua imagem junto ao público, dificultando a futura captação da poupança interna. O Banco Central, portanto, também não constitui uma fonte alternativa à poupança interna.

A disponibilidade das fontes provenientes de repasses do exterior depende fundamentalmente de variáveis sobre as quais os bancos de investimento não têm controle, como por exemplo o balanço de pagamentos do Brasil e o seu grau de endividamento. Em outras palavras, a disponibilidade dos recursos do exterior depende da confiabilidade do país como alternativa de investimento. É possível então que os recursos externos não apenas complementem os recursos internos, como também venham a constituir uma parcela importante do total de recursos disponíveis para aplicação.

Resumindo o quadro de captação de recursos, os bancos de investimento como instituições autônomas do setor privado dispõem de recursos, captados no mercado interno ou externo, ou mesmo de recursos próprios, para emprestar.

Se as coordenadas da política econômica do governo dificultarem a captação de recursos no mercado interno num momento em que a captação no mercado externo estiver difícil as expectativas de lucratividade dos bancos de investimento cairão, reduzindo também a disponibilidade dos recursos próprios. Um exemplo desta conjuntura aconteceu em 1974, como pode ser observado na Tabela 4. As restrições ao ingresso de capitais estrangeiros em 1973 não causaram um mal maior à captação global dos bancos de investimento pois antecipava-se que esse seria um ano senão de preços estáveis, pelo menos com um índice de correção monetária relativamente baixo. A captação de depósitos a prazo fixo e a emissão de letras de câmbio aumentaram conjuntamente em 28,1% em termos reais. Já em 1974, a restituição da correção monetária integral e o tabelamento dos juros nominais prejudicou a captação dos bancos de investimento num ano particularmente pouco favorável à captação de recursos externos. A captação interna caiu em 4,5% em termos reais, enquanto que os recursos próprios diminuíram ainda mais rapidamente, numa queda real de 8,4% em relação ao ano anterior. A severidade da situação pode ser apreciada no aumento das exigibilidades dos bancos de investimento junto ao Banco Central em 1112,2%. Esta situação levou as Autoridades Monetárias a alterarem, em 1975, as remunerações relativas dos títulos com renda pré-e posfixada em favor dos primeiros[5]. Já em 1975 a captação dos bancos de investimento cresceu em 30,4% em termos reais. Isto exemplifica claramente a dependência dos bancos de investimento em relação à política de taxa de juros arbitrada pelas Autoridades Monetárias. É claro que estas têm utilizado também outros mecanismos de arbitragem para a alocação dos recursos de poupanças, notadamente o da redução dos prazos mínimos de captação dos bancos de investimento. Esta política, embora realista, endossa a divergência do comportamento dos bancos de investimento em relação aos objetivos desejados[6]. A este respeito, vale notar que a correlação linear entre os depósitos a prazo captados e os empréstimos de curto prazo é sensivelmente maior que a correlação entre os mesmos depósitos e os empréstimos de longo prazo[7]. Isto seria um indicador de que haveria uma regulação ou fiscalização ineficiente quanto aos destinos dados às fontes. Ou mesmo, poderia significar que a progressiva redução dos prazos de captação teria desvirtuado os depósitos a prazo fixo como fontes de recursos para empréstimos a longo prazo.

---

5 A mudança relativa total na rentabilidade dos ativos teria sido de aproximadamente 20% ou 25%, segundo Walter Ness [4, p. 368].

6 Descontando as oscilações quanto aos prazos mínimos de captação exigidos pelo Banco Central, é possível constatar uma tendência à progressiva diminuição destes prazos. A este respeito, veja os comentários nos números de Conjuntura Econômica [2, p. 37] e [3, p. 42].

7 As correlações achadas foram de 1,00 entre os depósitos a prazo e os empréstimos a curto prazo, e de 0,95 entre os mesmos depósitos e os empréstimos de longo prazo.

TABELA 4 – Taxas de Crescimento Reais* Anuais

(em %)

Ano	Captação	Nacionais	Res. 63	Banco Central	Recursos Próprios
1967	397,4	163,6	–	–	71,6
1968	66,2	77,5	1.393,0	–	92,6
1969	69,5	52,0	45,7	–	89,1
1970	40,3	29,0	55,8	–	24,6
1971	47,9	84,8	107,7	–	72,0
1972	33,1	38,6	224,9	428,5	26,1
1973	28,1	159,4	2,7	13,0	59,1
1974	- 4,5	19,7	- 0,7	1.112,3	- 8,4
1975	30,4	23,0	- 0,9	24,2	- 7,8
1976	- 1,6	32,5	- 5,2	8,7	7,4

* Deflação pelo índice geral de preços, disponibilidade interna.

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil [1, pp. 68-9].

6. Conclusão

Recapitulando a exposição, observamos que, há 11 anos da sua criação, os bancos de investimento não apenas não têm-se caracterizado, como também seu comportamento recente deixa dúvidas quanto ao que virão a ser como emprestadores a longo prazo num futuro próximo. Esta resistência em preencher um dos principais papéis para os quais foram criados encontra uma forte justificativa na dificuldade enfrentada em captar recursos a prazos compatíveis com os seus objetivos. O comportamento dos bancos de investimento, tanto na composição da aplicação dos recursos captados quanto na dos seus próprios recursos, tem mostrado uma saudável tendência a garantir a rentabilidade dos seus empreendimentos. Seria oportuno refletir sobre a capacidade das instituições privadas de emprestar a longo prazo num contexto inflacionário. Observe-se que durante 11 anos foram adotadas medidas tendentes a promover o que o mercado não recomendava a seus agentes. Os bancos de investimento são instituições privadas que como tais também alocam seus recursos de maneira a alcançar uma rentabilidade satisfatória. Se se insiste em exigir que os bancos de investimento se comprometam em empreendimentos menos rentáveis do que as suas alternativas, com o decorrer do tempo se correrá o risco de provocar o esvaziamento de uma das poucas instituições privadas capacitadas a operar num prazo mais longo do que o corrente no meio financeiro.

A contribuição dos empréstimos de longo prazo para o desenvolvimento econômico é indiscutível, porém se se pretende que o capital privado participe do empreendimento é necessário torná-lo comparativamente atraente, não só em

relação ao risco como também à rentabilidade. Quanto ao risco, vale lembrar que a correção monetária veio contribuir para a ampliação dos prazos de captação da poupança ao diminuir o risco envolvido nas operações de longo prazo. Mesmo naquela época era apontado o ceticismo dos investidores quanto à estabilidade das regras do jogo durante o prazo de aplicação[8]. A evolução dos acontecimentos tem comprovado que o ceticismo não era infundado, o que tem desprestigiado a função de **hedging** que a correção monetária prestava às operações a longo prazo. Quanto à rentabilidade, esta deveria pelo menos compensar o maior risco ora envolvido. Observe-se que isto implicaria na oneração dos custos financeiros, que já são altos, eventualmente desincentivando mais os projetos de longa maturação.

Onze anos após a criação dos bancos de investimento, o subsídio aos tomadores de empréstimos de longo prazo ainda se apresenta como opção necessária. Além dos problemas referentes ao financiamento do subsídio e ao critério de alocação dos empréstimos subsidiados, dever-se-ia levar em consideração a questão do risco a ser corrido pelos intermediários do racionamento dos empréstimos subsidiados. As operações de repasses dos bancos de investimento respondem, já há cinco anos por uma parcela de suas aplicações globais superior a 25%. Uma expansão da oferta de juros subsidiados poderia eventualmente ampliar a importância relativa dos repasses nas aplicações dos bancos de investimento a um nível dificilmente justificável. No longo prazo, a permanência desta situação comprometeria a própria existência dos bancos de investimento.

BIBLIOGRAFIA

1 BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. Brasília, v. 13, n. 5, pp. 66-9, maio 1977. Quadro I. 15.

2 CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro, FGV, v. 29, n. 5, maio 1975.

3 CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro, FGV , v. 30, n. 5, maio 1976.

4 NESS JR., Walter Lee. A correção monetária e a concorrência dos bancos de investimento na captação da poupança privada. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 2, n. 6, pp. 361-72, set./dez. 1976.

5 SIMONSEN, Mário Henrique. Inflation and the money and capital markets of Brazil. In: ELLIS, Howard, S. ed. *The economy of Brazil.* Berkeley, Univ. of California Press, 1969. cap. 5, pp. 133-61.

8 A este respeito veja Simonsen [5, p. 160].

NOTAS E COMENTÁRIOS

Sobre o Caso Petrobrás

Hélio O. Portocarrero de Castro*

Recentemente, atrelando-se ao novo corso de críticas a um caso de utilização de informação privilegiada em negociações na bolsa de valores, vários periódicos, partindo de razões mais diversas, e mesmo opostas entre si, descarregaram suas baterias sobre a Petrobrás. Aos leitores interessados não foram poupados os percalços lógicos do argumento, incapaz de disfarçar de modo eficaz as verdadeiras razões ideológicas do ataque.

Em termos práticos, há três tendências que marcam o debate da organização econômica brasileira – tal como tem sido desenvolvido na imprensa – representadas pelos estatizantes, privatistas e por aqueles que chamaremos realistas pragmáticos, entre os quais, evidentemente, nos localizamos, (ou não recorreríamos a uma adjetivação tão simpática). É preciso resistir à tentação de confundir tais posições com os conteúdos tradicionais de palavras como esquerda, direita e centro. Estes só têm sentido em sociedades com partidos políticos definidos. As tendências ideológicas brasileiras, no entanto, são bem específicas, referindo-se apenas à organização econômica no que diz respeito ao papel da propriedade pública em uma economia capitalista subdesenvolvida. Assim, não se deve inferir da posição de um participante deste debate, suas posições a respeito das principais disputas em torno de política social e outros aspectos da política econômica. Além disso, às posições do debate estatização/privatização correspondem interesses facilmente identificáveis.

E é nesta linha de indagação que devemos perguntar-nos: a quem aproveita a detração da Petrobrás? Aos privatistas? Aparentemente sim. Aos estatizantes? Aparentemente não. Serve, certamente, a alguns privatistas, àqueles que defendem

* O autor é Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC.

As opiniões expressas neste artigo refletem pontos de vista do autor, e não necessariamente do IBMEC.

os interesses dos possíveis concorrentes privados da companhia, que são empresas multinacionais. Não serve, certamente, àqueles estatizantes que defendem os interesses estabelecidos de um estamento burocrático, para o qual a livre utilização de informação privilegiada é apenas uma das vantagens concedidas por um controle quase absoluto que detêm sobre a propriedade pública.

Há, entretanto, alguns estatizantes a quem parece servir a onda de ataques à empresa e sua administração. São aqueles a quem abomina a participação da Petrobrás no mercado de capitais e que desejam vê-la administrada sob as normas que devem reger a empresa pública. Demonstram cegueira na ânsia de obtenção de seus fins específicos, já que não avaliam as conseqüências que podem advir à sociedade como um todo.

Ainda maior é a falta de visão daqueles privatistas a quem agradaria que na sociedade brasileira se consolidasse uma economia de mercado cercada de solidariedade social e da legitimidade que apenas o acesso de nacionais ao controle do capital pode produzir. Não atentam estes para o fato de que a constituição de um mercado acionário forte é etapa fundamental na obtenção de seus fins.

O insidioso em toda a campanha reside na inferência que o público é induzido a realizar a partir da suspeita de utilização de informação privilegiada por elementos ligados à administração da empresa. Todos os que têm acompanhado a história recente do mercado acionário no Brasil sabem que o **insider trading** é fato corriqueiro, tanto em relação a empresas públicas, quanto em relação a empresas privadas. A partir deste fato singular, que não ocorre da primeira e, provavelmente, nem da última vez, desencadeiam os críticos uma campanha pretextamente moralizadora, mas onde sempre se induz o público a concluir que a queda do valor das ações da Petrobrás está relacionada, ao fim e ao cabo, à alegada ineficiência histórica de sua administração. Ora, a lucratividade da Petrobrás não depende de eficiência, assim como a de tantas outras empresas que detêm privilégios monopolísticos, públicas e privadas, nacionais e multinacionais. Que suas ações sejam negociadas em bolsa é fator que só pode conduzir à maior eficiência do ponto de vista privado. É verdade que este não tem necessariamente de ser o ponto de vista público. O vício inicial reside na constituição de empresas públicas sob a forma de propriedade mista. Não será, porém, abalando a confiança do público na Petrobrás, que este erro será corrigido. Será, naturalmente, por uma reestruturação do estatuto das empresas públicas e de economia mista; e isto só poderá ser realizado gradualmente, de forma a se conseguir uma solução que não implique em perdas injustificadas para os acionistas privados. Seria justo, para atingir esta reestruturação, que o governo resgatasse as ações em poder do público; jamais, porém, que se desencadeasse um processo de deterioração desses títulos. Porque este processo é fruto de informação de má fé. Qualquer economista de bom senso sabe que enquanto a Petrobrás for

administrada de um ponto de vista privado, monopólio que é, poderá ser muito lucrativa, ainda que a administração deixe a desejar quanto ao grau de eficiência. A deterioração induzida do valor de suas ações só pode vir minar a confiança do público na empresa e preparar um tipo de modificação organizacional que não é desejada pelos estatizantes que participam, cegamente, da campanha, mas sim por aqueles privatistas que favorecem às multinacionais.

As ações da Petrobrás têm sido responsáveis por um volume de transações extremamente importante nas bolsas brasileiras. São detidas por um grande número de pequenos e médios acionistas e têm constituído até hoje um desses poucos títulos de renda variável que costumam participar da constituição de carteiras de longo prazo. A deterioração injustificada de seu valor implicará mais que tudo na desilução de um público fiel e em seu provável afastamento do mercado de ações. Enganam-se aqueles privatistas que esperam que o interesse do público imediatamente se volte para ações de empresas privadas e correm o perigo de engajar-se em uma campanha que afete negativamente seus interesses maiores, pois a destruição da imagem da Petrobrás deverá, de fato, representar um baque no mercado acionário, minando sua própria legitimidade social.

Quanto aos moralistas sinceros, que não se afastem tanto do realismo pragmático; quando atenderem ao chamado da razão, e se o fizerem, correm o perigo de verificar que a criança já se foi com a água do banho.

Não custa nada...

...conheça

as publicações do IBMEC!

Peça o Catálogo detalhado do
INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS.
Você descobrirá
importantes livros de Pesquisas e Estudos
desenvolvidos a nível acadêmico
e caráter para-didático,
a respeito das mais variadas áreas de interesse
no campo econômico-financeiro,
ligadas ao Mercado de Capitais.
Preencha o cupon abaixo e envie ainda hoje para:

IBMEC – INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS
Av.Beira Mar, s/nº – Anexo ao MAM – CP. 6047 – CEP 20.000 – RJ

IBMEC
INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS
Cx. Postal 6047 – Rio – CEP 20.000 CR - 10

Sim, desejo receber GRÁTIS o Catálogo das Publicações do IBMEC

Nome: _____
Endereço: _____
Cidade: _____ Estado: _____ CEP: _____
Empresa: _____ Cargo: _____
Profissão: _____ Assinatura: _____

COMENTÁRIO AO ANTEPROJETO SOBRE OS FUNDOS 157*

É extremamente louvável a iniciativa da CVM no sentido de divulgar a minuta do anteprojeto que visa reorientar o sistema operacional dos fundos de investimento instituídos pelo Decreto-Lei 157, com a finalidade de obter sugestões e críticas. Louváveis, também, são os objetivos que o anteprojeto pretende atingir. Não temos dúvida de que a eficiência alocacional deve ser buscada como ponto central e que a indução a tal objetivo maior depende do grau de concorrência predominante entre os agentes controladores de uma atividade.

Este é, ainda, um ponto fundamental para o caso de justificativa da concessão de incentivos fiscais para aplicações no mercado de capitais através de fundos fiscais de investimento. Tal como foi concebido, o sistema instituído pelo Decreto-Lei 157 implica praticamente em virtual independência dos agentes gestores em relação aos quotistas dos fundos. Uma vez que ocorre, predominantemente, a convergência dos recursos destinados a tais fundos para o controle de um pequeno grupo de agentes gestores, e que tais recursos permanecem sob tal controle durante prazos normalmente considerados longos do ponto de vista do quotista individual, dificilmente se pode cumprir a tarefa educativa dos fundos. De fato, não é fácil conceber como a instituição de um direito de propriedade sobre recursos mobiliários que não se podem mover e são totalmente controlados por outrem, quanto à aplicação, possa contribuir para a conscientização do público potencialmente investidor no que diz respeito às vantagens do investimento no mercado de capital de risco. Além disso, tal nível de separação entre propriedade e controle não deve tender a criar os incentivos econômicos que levariam os agentes gestores a buscar a melhor alocação dos recursos colocados sob sua administração. Assim, o crescimento anual dos patrimônios dos Fundos 157 tem sido conseqüência direta da atuação da rede de captação.

* Esses comentários foram feitos por Horacio de Mendonça Netto, Diretor-Geral do IBMEC, Hélio O. Portocarrero de Castro, Nelson Laks Eizirik, e Walter L. Ness, Jr., pesquisadores seniores deste Instituto.

O anteprojeto foi formulado pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Por outro lado, é preciso reconhecer que a regulamentação das aplicações dos recursos é um empecilho à liberdade de escolha na busca de maior rentabilidade.

Acreditamos que a reorientação do sistema operacional deva ser um primeiro passo para a avaliação dos resultados dos incentivos do Decreto-Lei 157. O instrumento de incentivo fiscal para o mercado de capitais só pode ser defendido em termos de economia normativa como instrumento transitório. Sua estatura é, assim, semelhante à dos instrumentos de proteção à indústria nascente.

É preciso, portanto, resistir à tendência – muito freqüente, aliás – de tornar permanentes tais instrumentos. O longo prazo do ponto de vista do indivíduo não é o longo prazo do ponto de vista da sociedade. De qualquer modo, é louvável e desejável que se reavaliem periodicamente os resultados de instrumentos que visam deslanchar uma atividade econômica em longo prazo. Talvez caiba neste processo uma nova ênfase dirigida para o lado da oferta, visando a sistematicidade de lançamentos, a fim de que seja atendido o mesmo objetivo de fortalecimento das Empresas Privadas Nacionais.

Após este intróito passamos, então, a transcrever as proposições 1, 3, 4, 7, 9, 10 e 13 do anteprojeto, julgadas mais pertinentes a nossa preocupação, apresentando a seguir breves comentários sobre as mesmas.

PROPOSIÇÃO 1 – Aumento da Competitividade por Performance

Propõe-se a introdução de uma sistemática de captação de CCAs que se coadune com a meta de se atingir um mercado eficiente. Isto seria obtido com a introdução da possibilidade de o contribuinte escolher o fundo de sua preferência no próprio formulário do imposto de renda. O formulário para 1979 já teria como inovação um espaço especial para o contribuinte escrever o nome e/ou o número do fundo de sua preferência. Segundo esta nova sistemática, a Receita Federal só emitiria CCAs para aqueles contribuintes que deixassem de optar quando da entrega da declaração (deixassem em branco o espaço destinado à opção). Para efeitos de auxiliar a educar o contribuinte, assim como lhe permitir uma escolha racional, a Receita Federal incluiria no "Manual de Preenchimento do Imposto de Renda" uma separata contendo o nome de todos os fundos existentes, o número-código e informações sobre a performance passada, num horizonte compatível com o prazo em que ficará compulsoriamente retido o novo investimento. Além da separata incluída em todos os manuais distribuídos, o Codimec efetuaria campanha educativa, explicando quais os pontos-chave nos quais o contribuinte deveria concentrar sua atenção no sentido de chegar a uma escolha racional.

O esforço de captação continuaria sendo efetuado pela rede de recolhimento atual e por outras entidades (propostas mais adiante) que recolheriam as declarações independentemente do contribuinte optar ou não pelo fundo ligado à entidade recolhedora.

Por ocasião da liberação dos recursos, a SRF entregaria a cada instituição uma listagem dos contribuintes que tivessem optado pelo fundo sob sua administração, contendo os dados da qualificação dos mesmos (já constantes da notificação).

Justificativa

O sistema proposto parece capaz de induzir a uma sadia competitividade por performance a longo prazo, educa o contribuinte e contribui para amenizar a tendência de concentração verificada nos últimos anos.

Comentários

Acreditamos que a medida proposta deve contribuir para a consecução do objetivo de promover eficiências, mas em grau menor, talvez, do que o esperado. O que contribuiria, sem dúvida, para o aumento de eficiência, seria o aumento de concorrência entre os administradores, que poderia advir de alguma medida que permitisse aos investidores deslocar seus recursos de um fundo para outro. É verdade que, em oposição a esta medida, pode-se observar que os planos de aplicação teriam de ser modificados, de modo a permitir uma percentagem mais alta de aplicações em papéis de maior liquidez, o que deverá exigir modificações nas limitações impostas pelo governo. Isto prejudicaria de certo modo o objetivo de incentivar o alargamento do mercado primário, notadamente no caso das empresas de terceira e quarta linhas. Infelizmente, porém, não se pode atingir um grau de concorrência muito elevado se não se permitir o livre deslocamento de recursos entre os fundos, sujeito a comissões de transferência que podem ser estabelecidas em acordo com a CVM. Existe, sem dúvida, um custo de informação que deve ser considerado em um processo de escolha racional. Contudo, é provável que os investidores com CCAs de valor mais alto estejam mais afeitos ao processo de aplicação e já obtenham as informações relevantes a seu próprio custo. Assim, a medida proposta poderia atingir sobretudo portadores de CCAs pequenos, com a ressalva de que, para estes, outros custos podem ser relevantes na decisão, tais como o deslocamento e outras inconveniências.

PROPOSIÇÃO 3 – Desenvolvimento da Indústria de Underwriting

Em qualquer oferta pública de ações ou debêntures, os fundos fiscais e instituições gestoras teriam de atender à:

Proibição de que mais de 40% de qualquer lançamento seja subscrito por fundos fiscais;

Proibição de que os fundos fiscais absorvam, individualmente, mais de 10% de qualquer lançamento;

Proibição de que, em lançamentos parcialmente subscritos por fundos fiscais (no máximo, 40%), o(s) líder(es) ou co-líder(es) cobrem da empresa emissora mais de 1% sobre a parcela efetivamente subscrita por esses investidores, a título de taxas de garantia de subscrição, de colocação e de estudo.

Observação: As limitações propostas em (1) e (3) não se aplicariam no caso de companhias fechadas. Nestes casos, continuaria prevalecendo a comissão máxima de 4% sobre a parcela efetivamente subscrita pelos fundos fiscais (Circular nº 89/68 do Bacen).

Justificativa

Procura-se estimular os componentes da indústria de underwriting a desenvolver esforços de marketing, no sentido de colocar maiores parcelas de seus lançamentos junto a investidores individuais e institucionais voluntários. Objetiva-se, também, criar condições que facilitem a redução do custo de captação de capital de risco pelas empresas.

Comentário

Esta proposição nos parece das mais importantes do anteprojeto. Apresenta, porém, certas particularidades que devem ser observadas. No que concerne ao primeiro item, que proíbe que mais de 40% de qualquer lançamento seja subscrito por fundos fiscais, a proposição pode ter um primeiro impacto negativo sobre a expansão quantitativa do volume de **underwritings**. Além disso, apesar de conjugada com o segundo item, pode ter efeito concentrador sobre a proporção do volume total de aplicações controlada pelos maiores fundos.

O segundo item indica justamente a preocupação de evitar a concentração e o conflito de interesse. No entanto, a proposição aí descrita só poderá ter resultado efetivo se conjugada com as medidas de disseminação da propriedade presentes na proposição 9. Este nos parece um ponto essencial, em virtude da estrutura atual do sistema financeiro nacional. Visto que instituições associadas ao gestor do fundo podem deter carteira própria, a limitação apenas sobre a percentagem máxima a ser absorvida no lançamento pode tornar-se inócua em seu objetivo de evitar o conflito de interesse, neutralizada que será pelas transações no mercado secundário entre o fundo e a instituição afiliada. É por essa razão que, para ter maior possibilidade de se efetivá-la será necessária a aprovação da proposição 9.

Quanto ao terceiro item, trata-se de matéria que não precisaria ser regulada em um mercado onde viesse a prevalecer a concorrência.

PROPOSIÇÃO 4 – Compra e Venda de Carteiras

Introdução da vedação, às sociedades corretoras gestoras de fundos fiscais ou ligadas a grupos financeiros gestores de tais fundos, de executarem ordens de compra e venda em Bolsa, originadas de quaisquer fundos 157.

Justificativa

Pretende-se minimizar conflitos de interesse.

Comentário

Não há dúvida de que a proposição elimina um potencial conflito de interesse. No entanto, permanecem outros conflitos como por exemplo o de poderem constituir-se como instituições pertencentes ao mesmo conglomerado financeiro agente de **underwriting** e o administrador de fundo, o fornecedor de crédito e o agente de **underwriting**, o administrador de fundo e o fornecedor de crédito.

A medida proposta pode ter dois efeitos quanto à estrutura do sistema financeiro: o primeiro deverá ser a eliminação de fundos menores, administrados por corretoras independentes, tendendo assim a concentrar mais o controle sôbre os recursos totais; o segundo será o incentivo à concorrência entre sociedades corretoras, enquanto intermediários.

De qualquer modo, em um sistema financeiro como o brasileiro, que apresenta uma estrutura tão nitidamente concentrada, será muito difícil eliminar todos os casos de potenciais conflitos de interesse por meio de medidas proibitivas à realização de certas operações através de instituições afiliadas. Não nos parece que haja outra alternativa imediata senão um certo grau de fiscalização direta.

PROPOSIÇÃO 7 – Fundo de Participação Social

Os recursos correspondentes aos CCAs emitidos pelo Tesouro, mas não utilizados pelos contribuintes, que serão transferidos ao Fundo Nacional de Desenvolvimento, para aporte do PIS/Pasep, conforme a Lei nº 6.419/77 estipulou, poderiam ser aplicados pelo BNDE prioritariamente em cotas de fundos fiscais 157, geridos por instituições financeiras privadas. As aplicações seriam feitas pelo prazo de seis anos e se nortearíam basicamente pela busca de melhores taxas de retorno e de distribuição de dividendos.

Justificativa

Esta proposição busca garantir que o desenvolvimento do mercado se dará com multiplicidade de pólos decisórios, pré-condição para um processo harmônico e sadio.

Comentário

O contribuinte que deixa de utilizar seu CCA, está exercendo sua escolha, que deve ser respeitada, o que contribuirá, inclusive para a educação do público investidor potencial no mercado de capitais. O contribuinte, neste caso, decidiu não beneficiar-se de um incentivo fiscal específico cuja utilização a lei lhe facultava. Parece-nos que os recursos, transferidos nesse caso para o Fundo Nacional de Desenvolvimento, devem ser aplicados de acordo com seus próprios critérios gerais.

PROPOSIÇÃO 9 – Critérios de Diversificação

Reduzir de 5% para 4% o percentual máximo da carteira de fundos fiscais permissível para aplicação em valores mobiliários emitidos pela mesma empresa. Além disso, reduzir também o percentual máximo do capital de qualquer empresa que um fundo fiscal pode possuir, de 20% para 5%.

Justificativa

Reduzir a concentração de recursos do sistema em poucas empresas, além de dispersar mais sua propriedade. Adicionalmente, esta alteração compeliria os fundos a manterem e mesmo aumentarem sua atuação no mercado primário.

Comentário

Cabe lembrar que a adoção da medida que visa reduzir para 5% o percentual máximo do capital de qualquer empresa que um fundo fiscal pode possuir nos parece fundamental para que sejam efetivas as medidas da proposição 3, conforme destacamos anteriormente.

PROPOSIÇÃO 10 – Publicidade na Captação

(1) Os gestores de fundos fiscais deveriam auto-regular-se no tocante à publicidade veiculada na época da captação dos CCAs, evitando efetuar campanhas não institucionais via televisão, além de concentrar os apelos publicitários nos seguintes itens:

- *rentabilidade num horizonte mínimo de cinco anos, e compreendendo exercícios financeiros completos;*

- *qualidade da carteira de investimentos;*
- *taxa de dividendos distribuídos nos últimos anos (a partir de 1979);*
- *aspectos educativos quanto ao mercado de capitais e, em especial, quanto ao sistema DL 157.*

(2) Destinação, pelos administradores de fundos fiscais, de parte da remuneração anual pela administração, objetivando concentrar recursos e esforços em uma determinada entidade, que aplicaria os recursos em programas educativos de interesse do mercado de capitais. A contribuição de cada administrador poderia ser, por exemplo, de 5% da receita anual de taxa de administração e a entidade centralizadora poderia ser o Codimec. A arrecadação poderia ser feita pela ANBID, no caso de fundos geridos por bancos de investimento, e pelas Bolsas de Valores, no caso de administração por corretoras.

Justificativa

O sistema 157 deve dar máxima prioridade à educação do contribuinte, com base em apelos publicitários realmente importantes, e na verdade dos fatos. Não se conseguirá obter um desenvolvimento auto-sustentado com base em argumentos falhos e no ocultamento de algumas variáveis importantes.

Comentário

Embora os objetivos sejam louváveis, o caminho adotado para alcançá-los não nos parece o mais adequado. A auto-regulação, em qualquer mercado, é, na realidade, o resultado das práticas comerciais costumeiras, tradicionalmente respeitadas pelos seus integrantes. Para seu sucesso, portanto, é necessário que tais regras costumeiras estejam dirigidas a uma mesma categoria profissional ou, pelo menos, a instituições da mesma natureza e porte econômico. Isto claramente não ocorre no caso.

PROPOSIÇÃO 13 – Unificação dos Resgates e Diferenciação dos Prazos

Introduzir sistemática de resgate mais simplificada, na forma abaixo.

- *para CCAs até Cr$ 1.500,00, após três anos de investimento e em uma única parcela;*
- *para CCAs acima de Cr$ 1.500,00, após seis anos da liberação da sexta das onze parcelas a serem liberadas pela SRF, o resgate poderia ser efetuado em duas outras parcelas mensais, evitando a concentração da possibilidade de resgate num único mês.*

Justificativa

Objetiva-se simplificar o processo de resgate, tanto para o investidor como para o fundo, além de compensar os portadores de CCAs de valores mais reduzidos pelo não-recebimento de dividendos, conforme proposto a seguir. Estima-se que os CCAs com valores acima de Cr$ 1.500,00 representem 88% do valor total a ser emitido pelo Tesouro em 1978 e somente 30% do número total de certificados.

Comentário

Quanto ao caso dos CCAs acima de Cr$ 1.500,00, talvez fosse possível a adoção de um esquema mais simples de resgate do que o proposto. A fixação do momento do resgate para uma data, por exemplo, como a do nascimento do contribuinte, atenderia ao objetivo de dispersão sem necessidade de dividir em duas parcelas.

LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

LEGISLAÇÃO*

Resolução nº 457 – BACEN – 21/12/77

– *Unifica os conceitos de companhia aberta e de sociedade de capital aberto.*

Resolução nº 460 – BACEN – 22/02/78

– *Estabelece que as entidades de previdência privada devem aplicar no mercado de ações um mínimo de 10% e um máximo de 40% de suas reservas técnicas não comprometidas.*

Resolução nº 461 – BACEN – 22/02/78

– *Altera o prazo mínimo para recebimento de depósitos a prazo pelos bancos comerciais e de investimento e para emissão de Letras de Câmbio com aceite de sociedades de crédito, financiamento e investimento para 180 dias.*

---

* Esta parte foi organizada por Liane Maria Pires Maia, pesquisadora do Departamento de Estudos e Pesquisas do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC.

— *Dá nova redação ao item XIV da Resolução nº 367, de 9 de abril de 1976 (referente aos vencimentos de letras de câmbio).*

Resolução nº 462 — BACEN — 22/02/78

— *Altera o item III, da Resolução nº 399, de 22 de dezembro de 1976, definindo operação financeira de curto prazo como a compra e subseqüente revenda ou resgate de títulos de renda fixa, por pessoa física, em prazo inferior a 90 dias, que vierem a ser feitas a partir de 30 de abril de 1978.*

Resolução nº 463 — BACEN — 22/02/78

— *Altera o sistema de operações com* cartas de recompra *pelas instituições financeiras: o limite de emissões de cartas de recompra para entidades não financeiras, pessoas jurídicas, foi reduzido de três para duas vezes o capital das instituições, no caso das ORTN's e títulos de responsabilidade dos estados e municípios.*

Resolução nº 464 — BACEN — 22/02/78

— *Altera a taxa de corretagem, estabelecida pelo artigo 84 do regulamento anexo à Resolução nº 39, de 20 de outubro de 1966.*

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Nota Explicativa nº 4

— *Refere-se à Resolução nº 457 do Banco Central que unificou os conceitos de companhia aberta e sociedade de capital aberto. Explica que a razão dessa unificação é aumentar o número de empresas que possam vir a gozar de estímulos para sua capitalização, a partir de 1º de janeiro de 1978.*

Anteprojeto

— *Elaborado pela CVM para reorientação do sistema operacional dos Fundos 157.*

Minuta de Instrução

— *Dispondo sobre o cancelamento dos registros de que tratam os artigos 19 e 21 da Lei nº 6.385, de 7/12/76 e a Resolução nº 88, de 30/01/68, do Banco Central do Brasil.*

Minuta de Instrução

— *Dispondo sobre o regime das publicações ordenadas pela Lei nº 6.404, de 15/12/76.*

EXTRATOS DE JURISPRUDÊNCIA*

ÍNDICE

1. **Corretagem (Taxa de)** 156
2. **Depósito Bancário em Moeda Estrangeira** 156
3. **Execução Fiscal** 156
4. **Instituição Financeira (Competência da Justiça Estadual)** 157
5. **Instituição Financeira (Jornada de Trabalho em)** 157
6. **Lançamento de Valores no Mercado** 157
7. **Lei da Usura (Revogação da, pela Lei da Reforma Bancária)** 158
   – *Legalidade da cobrança das comissões de: permanência, serviço e remuneratória* 158
8. **Liquidação Extrajudicial** 160
9. **Partes Beneficiárias** 161
10. **Responsabilidade de Administrador de Estabelecimento Bancário** 161
11. **Responsabilidade de Bolsas de Valores** 162
12. **Responsabilidade de Estabelecimento Bancário** 162

Extratos da Jurisprudência selecionada sobre legislação de Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras, no período de setembro de 1977 a fevereiro de 1978 do Supremo Tribunal Federal e Tribunal Federal de Recursos.

---

* Esta parte foi organizada por Ivan Vernon Gomes Torres Júnior, assistente de pesquisas do Departamento de Estudos e Pesquisas do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC.

1. **Corretagem (Taxa de)**

"(...) Corretagem – Empresas Distribuidoras de Títulos no Mercado – Quantum *fixado pelo Banco Central.*

Ação executiva entre obrigados direitos, arrimada em título cambial em que se provou a inexistência de causa debendi.

Competência do Banco Central para fixar o quantum *a ser cobrado, de corretagem, pelas empresas que tenham por objetivo atividades de intermediação na distribuição de títulos no mercado. (...)"*

(RE 87.356/STF, 14/6/77, publicado no DJU de 23/9/77, v. 183, p. 6.451)

2. **Depósito Bancário em Moeda Estrangeira**

"(...) Depósito bancário em moeda estrangeira. Pedido de restituição de depósito feito, em marcos alemães, no ano de 1923. Aplicação do Decreto 21.316 de 25.4.32, que mandou liquidar as contas em moeda estrangeira, pelo câmbio da data de sua publicação.

RE conhecido e provido em parte para determinar a prévia conversão de Mark em Reikhemark, pois este era a moeda alemã à data do Decreto 21.316-32."

(RE 88.085/STF, 25/11/77, publicado no DJU de 29/12/77, v. 247, p. 9.432)

3. **Execução Fiscal**

(...) Execução Fiscal – Penhora de Bens do Sócio – Embargos.

Atribuindo a exeqüente a responsabilidade pelas dívidas sociais ao sócio, cujos bens foram penhorados, apresenta-se este na qualidade de executado *(C.P.C., artigo 568, "V") e não de* terceiro; *em conseqüência, admissíveis eram* embargos do devedor, *como apresentados.*

Não podem ser rejeitados liminarmente os embargos de devedor sob fundamento de não provada a integralização do capital social, matéria referente ao mérito a ser decidida após produção das provas, e muito menos depois de processados e impugnados pelo exeqüente. (...)"

(AC 43.559/TFR, 11/5/77, publicado no DJU de 7/12/77, v. 233, p. 8.899)

4. **Instituição Financeira (Competência da Justiça Estadual)**

"(...) Penal. Instituições Financeiras. Competência da Justiça Federal. Lei nº 4.595, de 1964, artigo 44, § 7º Código Penal, arts. 298, c.c. art. 51. Constituição, art. 125, IV.

(...) As instituições financeiras, que integram o mercado de capitais, vinculam-se ao Banco Central no sistema de fiscalização. Isto não lhes desnatura o caráter privado. Violação de norma própria dessa fiscalização: só isto não transfere para a Justiça Federal a competência para o processo e julgamento da ação penal, por não atingir, a atividade delituosa, diretamente, bens, serviços ou interesse da União Federal.

(...) Competência, no uso, da Justiça Estadual."

(ACr 3.530/TFR, 22/6/77, publicado no DJU de 29/9/77, v. 187, p. 6.628)

5. **Instituição Financeira (Jornada de Trabalho em)**

"(...) Aplicação às financeiras do art. 224 da CLT.

– O entendimento de que a regra ao artigo 224 da CLT alcança as financeiras se situa no terreno da interpretação e aplicação de lei ordinária, refugindo, assim, do âmbito do recurso extraordinário contra decisão do Tribunal Superior do Trabalho (art. 143 da Emenda Constitucional nº 1-69). (...)"

(Ag 71.445/STF, 8/9/77, publicado no DJU de 7/10/77, v. 193, p. 6.916)

6. **Lançamento de Valores no Mercado**

"(...) Recebimento ilícito de valores de particulares, contra recibos provisórios de reserva de vendas de ações emitidas por empresa privada.

(...) Inocorrência do delito previsto no artigo 74 da Lei número 4.728, de 1965, pois não foram lançadas no mercado ações de sociedade anônima ou cautelas representativas, falsas ou falsificadas. (...)"

(CC 2.963/TFR, 19/5/77, publicado no DJU de 7/12/77, v. 223, p. 8.894)

7. Lei da Usura (Revogação da, pela Lei da Reforma Bancária)

— Legalidade da cobrança das comissões de: permanência, serviço e remuneratória.

"(...) Contrato de mútuo com garantia hipotecária. Cláusula contratual estabelecendo multa para atender às despesas com a causa, no caso de cobrança judicial. Impossibilidade de cumular essa multa com honorários advocatícios. (...)"

(RE 69.734/STF, 30/8/77, publicado no DJU de 23/9/77, v. 183, p. 6.449)

"(...) Mútuo. Taxa remuneratória de serviços.

— Firmou-se a jurisprudência do STF no sentido de que, desde o advento da Lei 4.595-64, os percentuais de juros, descontos, comissões, taxas remuneratórias de serviços e outras modalidades de remuneração de operações e serviços dos estabelecimentos bancários e financeiros não estão sujeitos aos limites fixados pela Lei de Usura (Decreto nº 22.626-33). (...)"

(RE 84.662/STF, 30/8/77, publicado no DJU de 7/10/77, v. 193, p. 6.916)

"(...) Contrato de financiamento. Legitimidade da cobrança da chamada Comissão de Permanência (Circular número 82 de 1967, do Banco Central do Brasil).

Revogação do artigo 1º do Decreto número 22.626 de 1933 pela Lei número 4.595 de 1964. Precedente do STF. — RE. 78.953 (RTF. 72-916 a 920). (...)"

(RE 81.640/STF, 6/9/77, publicado no DJU de 23/9/77, v. 183, p. 6.453)

"(...) Não ofendem a Lei de Usura as taxas cobradas pelos Estabelecimentos Financeiros com autorização de Resolução do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central."

(RE 87.374/STF, 29/9/77, publicado no DJU de 25/11/77, v. 225, pp. 8.506-07)

"(...) Crime contra a economia popular (usura pecuniária). Cobrança de juros excessivos por instituição financeira. O disposto na Súmula *596 não exclui a configuração do delito capitulado no artigo 4º, letra* a, *primeira parte da Lei nº 1.521-51, quando excedidos os limites fixados pelo Conselho Monetário Nacional. Precedente do STF (RHC 55.250,* Diário da Justiça *de 1-7-77). (...)"*

(RHC 55.624/STF, 7/10/77, publicado no DJU de 31/10/77, v. 208, p. 7.586)

"(...) As taxas de juros e outros encargos cobrados nas operações realizadas por instituições de crédito já não se acham sob incidência às limitações previstas no Decreto nº 22.626 mas, isto sim, ao que dispõe a Lei nº 4.595-64, às deliberações do Conselho Monetário Nacional e às limitações e à disciplina do Banco Central do Brasil, como decidiu, aliás, o STF no RE número 78.953."

(RE 84.852/STF, 10/11/77, publicado no DJU de 2/12/77, v. 230, p. 8.748)

"(...) Juros. Inaplicabilidade do D. nº 22.626-33 em relação às operações realizadas por instituição de crédito, que integra o sistema financeiro nacional. Matéria, ademais, de exclusiva competência legislativa da União Federal. (...)"

(RE 85.585/STF, 10/11/77, publicado no DJU de 24/2/78, v. 38, p. 753)

"(...) Caixa Econômica Federal.

Estipulação, em contratos de mútuo com garantia hipotecária, da denominada taxa de serviço.

— Legitimidade da cláusula referida.

— Precedentes, dentre outros, nas Apelações Cíveis números 35.766 e 38.552. Orientação do STF, fixada, no Recurso Extraordinário número 78.955 — SP, a 5 de março de 1975.

— Legítima também a estipulação da correção monetária incidente também sobre a taxa de serviço, *em se tratando de financiamento imobiliário, sujeitas às prestações correspondentes à correção monetária. (...)"*

(AC 35.459/TFR, 5/5/75, publicado no DJU de 30/11/77, v. 228, pp. 8.645-46)

"(...) Caixa Econômica Federal — Mútuo — Juros; Limitação — Taxa de Serviço.

Nos empréstimos realizados pela Caixa Econômica Federal, como agente do Sistema Financeiro da Habitação, os juros estão limitados a 10% ao ano (Lei número 4.380, de 1964, artigo 6º, e), sendo facultada a cobrança de taxas de serviço, até o limite de 2% ao ano (artigo 2º, e), Decreto nº 63.182-68).

Inaplicabilidade, em tais casos, da jurisprudência do Supremo Tribunal Federal, pela revogação da limitação dos juros, em relação às entidades integrantes do Sistema Financeiro Nacional.

Procedência da ação, para restituição do excesso recebido."

(AC 42.201/TFR, 25/5/77, publicado no DJU de 16/2/78, v. 32, p. 558)

"(...) Mútuo — Juros — Caixa Econômica Federal — Sistema Financeiro da Habitação.

De acordo com a jurisprudência do Supremo Tribunal Federal, não mais vigora a limitação de juros da Lei da Usura — Decreto nº 22.626-33 — diante das disposições da Lei número 4.595-64, quanto às entidades integrantes do Sistema Financeiro Nacional.

Quando, porém, opera a Caixa Econômica Federal como agente do Sistema Financeiro da Habitação, não se aplica dita jurisprudência, estando sujeita ao limite de juros, de 10 por cento (art. 6º, e, Lei número 4.380-64), permitida a cobrança de uma Taxa de Serviço, de 2 por cento, (art. 2º, e, Decreto nº 63.182-68).

Procedência parcial da ação, para restituição do recebido além desses limites."

(AC 43.932/TFR, 25/5/77, publicado no DJU de 20/10/77, v. 202, p. 7.337)

8. Liquidação Extrajudicial

Banco Central do Brasil.

— Liquidação extrajudicial de entidade com integração de atividade ou vínculo de interesse, relativamente a outra pessoa jurídica já submetida a idêntico regime.

— Lei nº 6.024, de 13.3.1974, art. 51 e seu parágrafo único.

— Mandado de segurança contra ato do Liquidante extrajudicial de Vitória Minas S.A. — Crédito Imobiliário, figurando como litisconsorte passivo o Banco Central do Brasil, para ser garantida a continuação das obras do "Argus Center", pela impetrante.

— Os materiais existentes no canteiro de obras, segundo o impetrado, foram transferidos à massa liquidanda de Vitória Minas S.A., por decisão da Justiça do Distrito Federal.

— Inexistência de direito líquido e certo a impedir, desde logo, fiquem sob a administração do Liquidante de Vitória Minas S.A. os materiais em referência.

— Decisão no Agravo Regimental na Suspensão de Segurança nº 5.178 — DF.

— Recursos providos para cassar a segurança.

(AMS 78.997/TFR, 8/11/76, publicado no DJU de 10/11/77, v. 215, p. 7.976)

9. Partes Beneficiárias

"(...) Comercial — Sociedade Anônima — Percentagens das Partes Beneficiárias. — *Calculam-se sobre os lucros líquidos repartíveis pelos acionistas e não sobre os lucros totais de cada exercício. — Inteligência do § 1º do art. 31, do Decreto-lei 2.027, de 20/9/40 — Lei das Sociedades por Ações".*

(AC 20.581/TFR, 10/10/77, publicado no DJU de 24/2/78, v. 38, p. 760)

10. Responsabilidade de Administrador de Estabelecimento Bancário

"(...) Responsabilidade civil de ex-diretores de Banco (Lei número 1.808-53).

Ação proposta pelo Ministério Público Federal.

Sua legitimidade há de ser decidida na ação, jamais na exceção. (...)"

(ERE 80.247/STF, 6/10/77, publicado no DJU de 25/11/77, v. 225, p. 8.506)

11. Responsabilidade de Bolsas de Valores

"(...) Resolução nº 39-60 do Banco Central do Brasil artigos 25 e 45. Se a Bolsa de Valores constitui associação civil de sociedades corretoras de títulos configurada se acha a responsabilidade da mesma entidade pelos prejuízos causados pelas associadas. Argumentando e julgando com esse entendimento, as instâncias ordinárias não contrariaram o direito federal, pois o citado art. 45 prevê a formação de um fundo de garantia com o qual as Bolsas de Valores asseguram aos clientes de seus associados a reposição quando prejudicados mediante dano culposo. (...)"

(RE 84.514/STF, 8/11/77, publicado no DJU de 17/2/78, v. 33, p. 586)

12. Responsabilidade de Estabelecimento Bancário

"(...) Depósitos bancários. — Responsabilidade do Banco por depósitos feitos e não creditados. Questão solvida pelo exame dos fatos e provas da causa, insuscetíveis de reapreciação em recurso extraordinário. Inexistência de negativa de vigência de direito federal ou de dissídio de julgados. — Correção monetária. Concessão da correção a título de composição de danos derivados de ato culposo do recorrente."

(RE 86.978/STF, 24/5/77, publicado no DJU de 21/10/77, v. 203, p. 7.381)

PUCB
N.Cham. 332.678 1 P
Autor
Título Revista brasileira de mercado de capitais
v.4, n.10, jan. 1978 PUC-Rio - PUCB 00205207

ÉSTE LIVRO DEVE SER DEVOLVIDO NA ÚLTIMA DATA CARIMBADA

26 MAI 80
17 NOV 82
22 AGO 83
23.09.83
10 OUT 83
17 OUT 83
24 OUT 83
13 JUN 89
16 MAI 95

MOD. B 63 BIBLIOTECA P.U.C.R.J.

Edições IBMEC

ÚLTIMOS LANÇAMENTOS

A INFLUÊNCIA DA CORREÇÃO MONETÁRIA NO SISTEMA FINANCEIRO

205 Páginas — Walter L. Ness, Jr.
Cr$ 100,00

HISTÓRIA DA BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO

659 Páginas — Maria Bárbara Levy
Cr$ 200,00

HISTÓRIA DO RIO DE JANEIRO
(Do Capital Comercial ao Capital Industrial e Financeiro)

1.436 Páginas — Eulalia Maria L. Lobo
2 Volumes — Cr$ 250,00

Próximas Edições

MULTINACIONAIS

SISTEMA DE INFORMAÇÕES AO MERCADO ACIONÁRIO

ANÁLISE QUANTITATIVA DO SETOR FINANCEIRO NO BRASIL

(Títulos Provisórios)

Nas Principais Livrarias ou pelo Reembolso Postal
INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS
Caixa Postal 6.047 — Rio — RJ — 20.000