Pela primeira vez a CIS está torcendo para que o fogo não apague.

As chamas que indicam o funcionamento das indústrias do Pólo Petroquímico do Nordeste significam a criação de 12.500 empregos diretos e 1 bilhão de dólares anuais de dispensa de importações.

Só por este motivo, já seria justo que a CIS torcesse para que elas estivessem sempre acesas.

Mas há outros.

Em primeiro lugar, a Internacional é a maior seguradora do Pólo, pois detém 80% da totalidade dos seus seguros.

Depois, através de sua participação na Nitrocarbono e na Cobalí, em investimentos agregados de mais de 250 milhões de dólares, a Internacional é, também, seu maior investidor privado.

Esse convívio, de segurador e segurado, lhe permite ser a mais especializada seguradora industrial do Brasil.

Quem elabora seguros para uma das mais sofisticadas indústrias de nosso tempo, pode garantir a qualquer cliente a proteção mais efetiva e econômica, seja qual for o ramo em que opere.

CIS

Internacional de Seguros

A maior seguradora do Pólo Petroquímico do Nordeste e seu maior investidor privado.

Uma publicação IBMEC

Revista Brasileira de

Mercado de Capitais

Vol. 1 - Nº 11 - Maio/Ago. 1978

ARTIGOS

Reflexões sobre o Processo de Modernização do Mercado Acionário no Brasil — Horacio de Mendonça Netto

Aplicadores em Fundos Fiscais 157: Sua Desinformação sobre o Sistema 157 e seu Desinteresse pelo Mercado de Ações — José Luiz Melo

Políticas Setoriais de Crédito e Investimento — Maxwell J. Fry

Reforma Financeira Argentina: Algumas Reflexões — David Szyniak

Preço de Emissão — Felix Ruiz Alonso

Fundos de Pensão Públicos e Privados nos Estados Unidos: Seu Papel no Desenvolvimento do Mercado de Capitais — Eirik G. Furubotn e Peter S. Rose

SEÇÃO ESPECIAL

Valor de Mercado do Capital das Companhias Abertas Brasileiras

11

SEÇÃO DE NOTAS E COMENTÁRIOS

Sobre a Viabilidade de Convivência de Empresas Independentes e Conglomerados no Setor Financeiro — Helio O. Portocarrero de Castro

O Tribunal de Contas e as Empresas Privadas — Nelson Laks Eizirik

SEÇÃO DE LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

Legislação — Liane Maria Pires Maia e Gilda Parga Lassance de Oliveira

Extratos de Jurisprudência — Maria Cristina de Souza Barbosa e Ariadna Bohomoletz Gaal

SUPLEMENTO

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

Radiografia das S.A

Análise de Balanços das S.A.

Serviço exclusivo do Centro de Informações da Gazeta Mercan

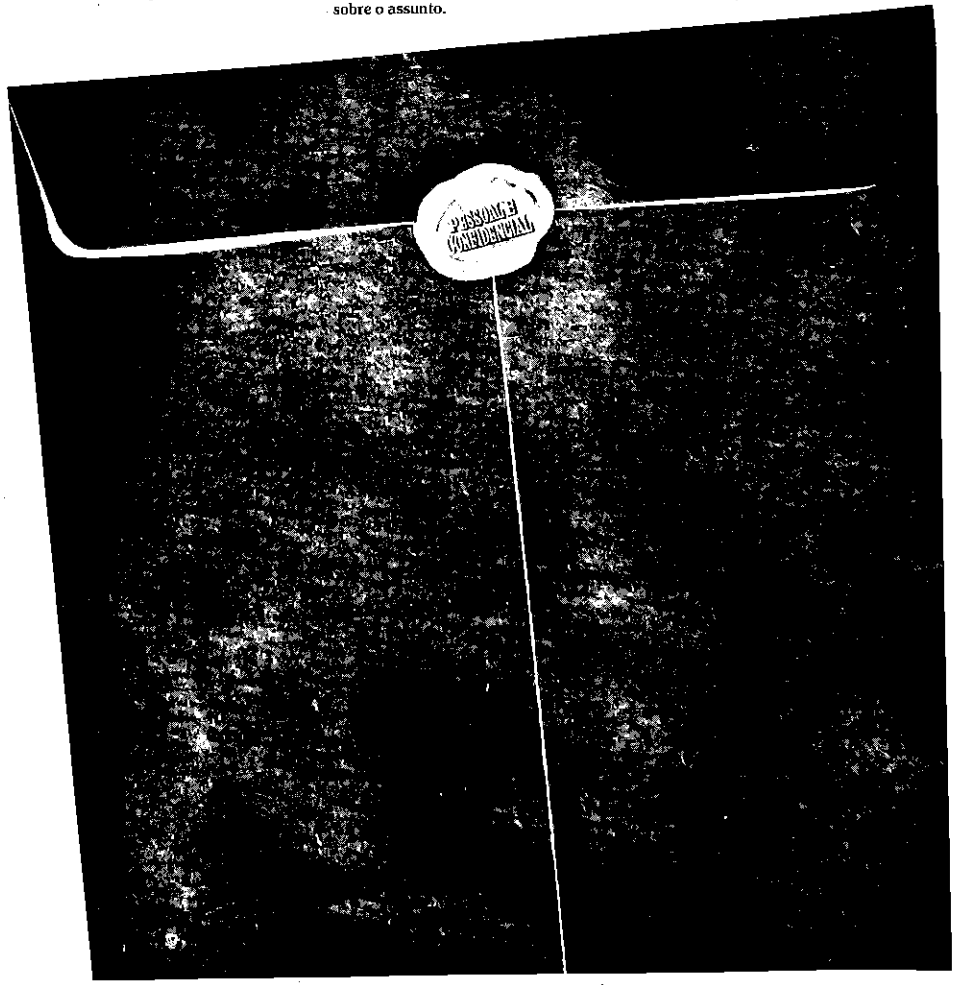
Inaugurando o seu Centro de Informações, a Gazeta Mercantil fornece um serviço exclusivo e personalizado de análise de balanços publicados no seu primeiro caderno, dividido nos seguintes itens: análise sintética do balanço; comparação do balanço com o universo das demais sociedades anônimas; posição de cada item analisado em relação ao setor do qual a empresa faz parte.
Essas análises serão entregues, por portador especial, ao principal executivo de cada uma das empresas.

PUBLIQUE O BALANÇO DE SUA EMPRESA NO 1º CADERNO DA GAZETA MERCANTIL.
Ao publicar o balanço de sua empresa no primeiro caderno da Gazeta Mercantil, você estará dialogando com os principais executivos das maiores empresas do Brasil.
E ainda se beneficia do serviço especial do Centro de Informações da Gazeta Mercantil, com informes que vão ajudá-lo a tomar decisões.
Você estará recebendo correspondência sobre o assunto.

Entre em contato conosco através do Departamento de Publicidade.

GAZETA MERCANT

SÃO PAULO:
Rua Major Quedinho, 90 - 8º andar
Tel.: 256-3133 - Ramais: 124 e 248
RIO DE JANEIRO:
Av. Presidente Vargas, 418 - 10º andar - Tel.: 253-4848
BRASÍLIA:
Ed. Oscar Niemeyer, Setor Comercial Sul - 4º andar
conjuntos 401/405 - Tels.: 24-5992 e 25-1928
PORTO ALEGRE:
Pça. Dom Feliciano, 78 - 8º - conj. 807/808 - Tel.: 25-7
BELO HORIZONTE:
Av. Amazonas, 115 - sala 916 - Tel.: 226-3001



B C — FUC DOAÇÃO
UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO BIBLIOTECA

Uma publicação IBMEC

Revista Brasileira de

Mercado de Capitais

Vol. 4 - Nº 11 - Maio/Ago. 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
Secretária Executiva – Ângela Ximenes de Abreu
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.

Departamento Comercial e Publicidade – Paulo Fernando Rodrigues – Tel: 242-2343, 283-9222, 283-9307 e 283-9367.

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

Reflexões sobre o Processo de Modernização do Mercado Acionário no Brasil – Horacio de Mendonça Netto 169

Aplicadores em Fundos Fiscais 157: Sua Desinformação sobre o Sistema 157 e seu Desinteresse pelo Mercado de Ações – José Luiz Melo 183

Políticas Setoriais de Crédito e Investimento – Maxwell J. Fry 199

Reforma Financeira Argentina: Algumas Reflexões – David Szyniak 225

Preço de Emissão – Felix Ruiz Alonso . . 237

Fundos de Pensão Públicos e Privados nos EUA – Eirik G. Furubotn e Peter S. Rose 253

SEÇÃO ESPECIAL

Valor de Mercado do Capital das Companhias Abertas Brasileiras 283

SEÇÃO DE NOTAS E COMENTÁRIOS

Sobre a Viabilidade de Convivência de Empresas Independentes e Conglomerados no Setor Financeiro – Helio O. Portocarrero de Castro 301

O Tribunal de Contas e as Empresas Privadas – Nelson Laks Eizirik 307

SEÇÃO DE LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

Legislação – Liane Maria Pires Maia e Gilda Parga Lassance de Oliveira 315

Extratos de Jurisprudência – Maria Cristina de Souza Barbosa e Ariadna Bohomoletz Gaal 323

SUPLEMENTO Nº 2 – Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas – Walter L. Ness, Jr. e Rosanne H. Rebelo da Silva

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:** Carlos Brandão, Celio de Oliveira Borja, Celso da Rocha Miranda, Francisco Sanchez, Laerte Setubal Filho, Luís Maria Tápias Auguet, Luiz Carlos Soares de Souza Rodrigues, Manoel Octávio Penna Pereira Lopes, Roberto Teixeira da Costa, Sebastião Marcos Vital, Sergio Augusto Ribeiro.

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/n.º – 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

Damos continuidade a nosso programa editorial básico de publicação de artigos sobre o mercado de capitais, a partir de diferentes pontos de vista, com o objetivo de servir à comunidade acadêmica e financeira. Prosseguimos com a publicação das novas seções incluídas no número anterior, devendo frisar que o suplemento de Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas aparece ampliado quanto ao número de empresas cobertas, além de apresentar um novo quadro com informações adicionais sobre dividendos, aumentos de capital e negociabilidade das ações para os anos de 1976 e 1977.

Neste número da Revista Brasileira de Mercado de Capitais devemos também destacar a inclusão de uma seção especial onde é apresentado um trabalho desenvolvido pelo quadro técnico da Comissão de Valores Mobiliários sobre o valor de mercado do capital das companhias abertas.

O Editor

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

Reflexões sobre o Processo de Modernização do Mercado Acionário no Brasil*

Horacio de Mendonça Netto**

Este trabalho procede a uma análise retrospectiva do processo de modernização do mercado acionário no Brasil, partindo de uma comparação com as condições do mercado de ações norte-americano, o qual teria servido como exemplo paradigmático das medidas que caracterizam esse processo. Destaca também aspectos específicos relativos à regulação desse mercado em nosso país.

Em seguida, sugere caminhos para que as instituições atuantes em nosso mercado de capitais possam desempenhar seu papel social em toda sua potencialidade.

1. Introdução

A experiência mais recente do Brasil mostra que o mercado acionário norte-americano foi tomado como paradigma para as medidas de modernização adotadas em anos recentes. Portanto, a fim de proceder a uma análise retrospectiva da experiência brasileira em mercado de capitais, seria oportuno utilizar um instrumental de análise comparada com aquele mercado. Vale a pena explorar mais a fundo seu funcionamento e suas principais características, o que, talvez, nos aproxime de uma reflexão sobre os problemas do mercado brasileiro no presente.

---

* Trabalho apresentado no Seminário sobre Mercado Acionário: Situação Atual e Perspectivas, realizado em Porto Alegre, em setembro de 1978.

** Horacio de Mendonça Netto é Diretor-Geral do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC.

As opiniões expressas neste trabalho refletem pontos de vista do autor, e não necessariamente do IBMEC.

O próprio IBMEC não tem medido esforços no sentido de analisar a experiência dos EUA e de outros países, trazendo sistematicamente a debate questões que mais de perto possam interessar à comunidade brasileira. É grande a nossa satisfação em termos, por exemplo, em nosso Instituto, alimentado com uma série de trabalhos de pesquisa a intensa discussão sobre regulação do mercado de capitais antes mesmo de se concretizar a criação da nossa Comissão de Valores Mobiliários.

A preocupação de sintetizar idéias naturalmente nos condicionou não só a simplificar a exposição dos pontos de vista, como também a optar por uma abordagem eminentemente especulativa e com raro manuseio estatístico.

2. O Papel do Mercado de Capitais na Sociedade

A experiência de vários países mostra haver um inter-relacionamento entre o desenvolvimento financeiro e o desenvolvimento econômico. No entanto, é freqüentemente questionado o fato de o desenvolvimento financeiro ser causa ou efeito do crescimento do lado real da economia.

O mais eficiente mercado de capitais – o norte-americano – foi se erigindo por ajuste gradual entre as forças econômicas e as Instituições. Este maior grau de eficiência do mercado de capitais norte-americano, em relação aos demais, é fruto notadamente de seu grande porte, o qual possibilita uma alocação mais eficaz de recursos não só pela absorção de custos relativamente pequenos de *disclosure,* intermediação e administração, como também por possibilitar que a concorrência entre os agentes financeiros seja conduzida para a redução institucional dos conflitos de interesses. Incorpore-se neste quadro o fato de que nos EUA alicerçou-se ao longo do tempo uma tradição comercial fundamentada no dever da informação ampla e fidedigna, conquistada pela sociedade, notadamente a partir da década de 30 com a promulgação da Legislação Federal Básica sobre o Mercado de Capitais.

O mercado de capitais nos EUA constitui instrumento vital para a manutenção do seu modelo econômico, uma vez que a dispersão da propriedade dos vários ativos financeiros entre seus cidadãos já representa uma etapa alcançada ao longo de sua história. Decorre daí o valor político-social do mercado de capitais nos EUA que se constitui na interligação do direito de propriedade ao ato de poupar, e o porquê de se perseguir a maximização de sua eficiência operacional com vistas a compatibilizar a rentabilidade de cada ativo financeiro com as alternativas alocacionais de investimento do lado real da economia.

O objetivo político-econômico do mercado norte-americano consiste, em primeiro lugar, em manter a situação conquistada, qual seja – um estoque de ativos financeiros já existente e disperso entre o público – e complementarmente, em preservar a contribuição deste mercado à economia. Esta estratégia tem se tornado possível graças a um favorável perfil de renda e uma estrutura de previdência social que compele os norte-americanos a buscarem a poupança como forma de crescimento patrimonial em virtude da necessidade de contarem com uma renda futura para o período pós-aposentadoria.

Sob a ótica puramente social, o mercado de capitais nos EUA é plenamente justificado por perseguir não só um constante aperfeiçoamento do princípio eqüitativo referente às negociações por parte do público investidor, como também a viabilização institucional de oportunidades para que novos membros da sociedade norte-americana possam também se tornar investidores no mercado de capitais. Esta preocupação institucional dirigida primordialmente a estes dois objetivos reflete a ênfase dada pela Securities and Exchange Commission – SEC – na contratação de advogados para seu quadro de funcionários. Conseqüentemente, a nível de quase obsessão, esta Comissão se empenha na proteção aos direitos dos minoritários sem preocupar-se de forma explícita com os eventuais efeitos econômicos que podem conjunturalmente ser gerados por sua firme atuação frente a específico agente regulado. Dadas as características eminentemente fiduciárias do mercado de capitais, eis o porquê da SEC ser exclusivamente uma agência reguladora e a responsável maior pela preservação do valor intrínseco fundamental em que se repousa qualquer mercado de capitais: a credibilidade do público investidor. Sob a ótica da oferta de novos títulos, o mercado de capitais nos EUA também tem viabilizado oportunidades de crescimento para as empresas emergentes.

Neste contexto, é também notável a contribuição do sistema privado em sua função auto-reguladora, consolidada por suas tradições comerciais. Sem dúvida alguma, e uma vez mais, o grande porte do seu mercado favorece esta função, já que viabiliza não só a separação entre atividades de investimento e de crédito, como também o comportamento ético do sistema financeiro como decorrência da efetiva potencialidade de geração de lucros para os intermediários de per si.

Apesar de toda a ênfase identificada nos EUA de se prover princípios eqüitativos aos investidores individuais, constata-se nesta década uma redução da participação destes investidores no mercado, acompanhada de um acelerado crescimento da participação dos investidores institucionais, fato que está preocupando sobremaneira os responsáveis pelo comportamento futuro daquele mercado, embora naquele país esta categoria seja formada por um número bastante elevado de instituições.

É oportuno não esquecer a importante função do autofinanciamento (capitalização de lucros e depreciação) nas empresas norte-americanas, e o fato de a criação de crédito destinado à formação real de capital constituir apenas uma das funções do mercado de capitais nos EUA. Podemos, nesta linha, concluir que neste país o

mercado de capitais não tem como objetivo primordial contribuir para o desenvolvimento econômico. A bem da verdade, o desenvolvimento econômico não é perseguido prioritariamente por aquele país.

3. Diferenças Estruturais entre Nosso País e os EUA

Como resultado dos laços culturais e comerciais mantidos entre nosso país e os EUA, e pelo fato daquele país apresentar o mais eficiente mercado de capitais do mundo contemporâneo, identifica-se em nossa recente experiência de mercado de capitais uma forte inspiração no modelo norte-americano.

Assim sendo, o ponto básico a analisar diz respeito à questão de transferência de tecnologia financeira, que é tão complexa quanto qualquer outro tipo de tecnologia. Isto é facilmente constatado quando observamos que instrumentos específicos do mercado de capitais norte-americano, quando transplantados para nosso mercado, não produzem os mesmos resultados. Por quê?

Sem a pretensão de esgotar o assunto, devemos agora destacar um elenco de diferenças estruturais significativas entre nosso país e os EUA:

a) Estrutura da Economia

O papel do Estado na economia norte-americana basicamente limita-se ao campo de regulação numa base descentralizada e casuística. Em nossa economia, o Estado tem uma forte participação, quer no lado da produção, quer como supridor de recursos para a economia, e até mesmo na captação de recursos junto ao público.

b) Modernização do Mercado de Capitais

Também ao contrário dos EUA os países em desenvolvimento que já convivem com um mercado de capitais de certa forma desenvolvido devem creditar este estágio aos objetivos econômicos ditados pela filosofia política de seus governos, como efeito de uma estratégia global prioritariamente dirigida para a aceleração do desenvolvimento econômico. Assim, nosso mercado de capitais foi institucionalizado com a finalidade de se constituir em um dos instrumentos de uma política eminentemente desenvolvimentista.

c) Alternativa de Financiamento

Enquanto nos EUA o mercado de capitais persegue o equilíbrio das rentabilidades internas entre poupadores e investidores do lado real da economia, em nosso país o mercado de capitais por constituir um dos instrumentos de uma política global de fomento, vê-se condicionado a conviver com um elenco de poderosos fundos especiais governamentais com juros subsidiados, que naturalmente gozam da preferência das Empresas e contribuem, desta forma, para minimizar a motivação do lado da oferta de novos títulos para o mercado de capitais. Tal situação é ainda mais crítica quando a economia convive com níveis elevados de inflação.

d) Custo Social de uma Indústria Emergente

Atrelado à ênfase desenvolvimentista, o mercado de capitais, sob uma conotação aceleracionista, está respaldado por favores fiscais. Tal quadro é passível de críticas sob a ótica social, sobretudo quando se enfatizam os incentivos dirigidos à demanda, o que tende a agravar o já desfavorável perfil de renda, altamente concentrada em nosso país.

e) Estrutura da Indústria Financeira

Nos EUA existe a separação entre as atividades de crédito e de investimento. No Brasil o pequeno porte de nosso mercado gera sérias dificuldades quanto à possibilidade de viabilizar economicamente tal separação, pela incerteza governamental de que as instituições financeiras não-bancárias seriam capazes de responder, isoladamente, pelo crescimento do mercado de capitais.

Por outro lado, os conglomerados financeiros no Brasil concentram suas preocupações principalmente nas operações de crédito e secundariamente nas de investimento, estas últimas de importância relativamente pequena no conjunto de seus negócios.

f) Desenvolvimento

Nos EUA, o mercado de capitais já dispõe de uma legião de investidores individuais.

A ênfase dos responsáveis pelo nosso mercado de capitais tem sido orientada para seu desenvolvimento acelerado, partindo da premissa de que a conseqüência natural será a futura participação direta dos investidores individuais. A estratégia adotada, porém, pode gerar um explosivo crescimento da participação relativa dos Investidores Institucionais, gestores de poupanças voluntárias e forçadas, provocando sérios riscos de formações oligopolista e oligopsonista a ponto de inibir qualquer motivação futura de participação voluntária direta por parte do público investidor.

g) Tradições Comerciais

A afirmação *In business there is no place for sentimentalism* tem um significado muito abrangente nos EUA. A auto-regulação preocupa-se intensamente com a atuação de seus membros, assumindo pois uma posição consciente, em adequada interação com a SEC, de que um eventual mau desempenho de qualquer intermediário financeiro pode no futuro deteriorar a credibilidade pública do sistema financeiro como um todo.

Em nosso mercado, só o Estado responde pelo ônus da assistência financeira aos intermediários do mercado.

h) Informação

Um dos insumos básicos para o bom funcionamento do mercado de capitais é a informação. Nos EUA persegue-se a geração e a disseminação de informações idôneas e entendíveis.

A política de ampla abertura de informações não é uma tradição do nosso mercado de capitais, quer a nível de envolvimento dos intermediários, quer no processo de geração pelas Sociedades Emissoras. A indústria de auditores externos independentes, ainda não-consolidada, somente será eficaz na medida em que se estabelecerem severas penalidades no caso de pareceres falhos, face às elevadas responsabilidades sociais de que se revestem essas atividades.

Nos EUA é de extrema importância a Indústria de Informações como pólo disseminador de informações básicas. No Brasil convivemos com esta séria lacuna.

i) Complexidade Operacional

O pequeno porte do nosso mercado de capitais é um sério complicador para cumprimento dos requisitos clássicos de obediência ao princípio eqüitativo, uma vez que estes geram representativos custos econômicos quer para o lado da oferta, quer para os intermediários, e ainda para o público investidor.

Nos EUA somente são negociadas ações com direito de voto e na forma nominativa (existem ações preferenciais sem direito a voto porém com características de instrumento de renda fixa e com participação de pequena importância relativa no mercado). A complexidade operacional de nosso mercado acionário torna-se uma forte fonte geradora de elevação de custos pela existência de uma ampla diversificação de tipos e formas para o mesmo ativo financeiro, conforme acontece com o ativo **ação**. A forma "ao portador", adotada no Brasil, além de constituir mais um foco gerador de custos, é passível de falsificações e, como tal, capaz de potencialmente afetar a credibilidade do público investidor. Outro fenômeno que provoca explosão de custos, e que se observa no mercado brasileiro, diz respeito à prática de bonificações e de preservação do valor nominal: enquanto, por exemplo, a Bolsa de Valores de Nova Iorque negocia diariamente um total de 21 milhões de ações, cujas operações somam US$ 620 milhões/dia, a BVRJ e a BOVESPA negociam 120 milhões de ações, num total equivalente a US$ 12 milhões/dia.

j) Liquidez

Nos EUA existe a figura do Especialista, que desempenha um papel relevante no estabelecimento de liquidez para as ações registradas nas Bolsas de Valores. Nessa linha, no mercado norte-americano, aproximadamente 2.500 empresas apresentam firme liquidez, isto sem considerarmos aquelas que são apenas negociadas no mercado de balcão. A título de registro, deve ser mencionado que existe uma forte corrente visando a eliminação das vantagens monopolísticas que detêm os Especialistas nos atuais arranjos institucionais.

No Brasil, o número de empresas cujas ações têm liquidez assegurada nas Bolsas não atinge sequer 100, dentre as 1.000 empresas consideradas como Companhias Abertas.

k) Comissões de Valores Mobiliários

Enquanto a SEC se constitui numa agência independente, subordinada ao Poder Legislativo, cuja dotação orçamentária é votada pelo Congresso e cuja composição de seu colegiado inclui membros do partido da situação e da oposição, a nossa Comissão de Valores Mobiliários, em decorrência da ênfase dada ao desenvolvimento econômico e da tradição político-administrativa, é subordinada ao Ministério da Fazenda.

l) Porte das Empresas

Ao contrário dos EUA, em nosso país poucas são as empresas privadas que já atingiram porte suficiente para cumulativamente gerarem expectativas favoráveis de boa lucratividade e de manutenção de sua parcela no mercado. Como resultado da já citada participação do Estado na economia, as empresas de economia mista pelo seu porte tendem a gozar da preferência do público investidor quando são geridas sob a ótica privada, especialmente se monopolísticas.

m) Intensidade da Regulação

Como nos EUA a mecânica operacional e as principais regras do mercado de capitais já são conhecidas por seus participantes, não há necessidade de a SEC buscar a introdução sistemática de modificações estruturais ou mesmo assumir riscos pela adoção de eventual política tipo ensaio-erro. Por outro lado, em mercados de capitais ainda não desenvolvidos, a busca de seu crescimento acelerado normalmente resulta em dosagem elevada de legislação e regulamentações administrativas, algumas vezes como fruto de impaciência das Autoridades frente a alguns instrumentos com pouco tempo de maturação para produzir os resultados esperados. Esta atuação das Autoridades Reguladoras pode gerar uma inconstância de política a juízo do público, empresas e intermediários, com resultados desfavoráveis para o objetivo de se perseguir um desenvolvimento ordenado do mercado de capitais.

4. A Realidade Brasileira

Uma vez aceitas as colocações feitas, devemos estar conscientes de que a busca da eficiência de nosso mercado de capitais é uma meta que demandará muito tempo. Temos, isto sim, de fomentar uma das mais notáveis armas de que acreditamos dispor – a criatividade – a fim de promovermos razoáveis níveis de eficiência na convivência com nossos conflitos, os quais são evidentemente particulares de nosso próprio contexto sócio-econômico.

Mesmo nos EUA há uma séria polêmica sobre regulação. A própria existência da SEC é questionada por determinadas correntes de opinião. Pessoalmente entendemos que os benefícios sociais e econômicos plenamente justificam a SEC, especialmente quando se tomam em conta os benefícios não-pecuniários decorrentes dos efeitos estabilizadores de sua existência sobre a eqüidade do sistema.

Em nosso mercado de capitais, a existência de uma Agência Reguladora especializada se impõe por dois motivos ainda mais facilmente identificáveis.

Em primeiro lugar, para consecução do objetivo de formar uma futura legião de investidores torna-se necessário, em todo o processo, criar um arsenal de direitos aos minoritários. A falta de mecanismos processuais adequados em se tratando do Poder Judiciário que dificulta a propositura de ações judiciais movidas por investidores e ainda o problema empírico de aglutinar os dispersos interesses dos minoritários impõem uma enorme responsabilidade, de conotação até didática, à nossa Comissão de Valores Mobiliários no exercício de sua missão.

Em segundo lugar, como símbolo da determinação de uma política econômica que visa promover a importância desse mercado, a CVM externaliza publicamente a confiança das autoridades governamentais no desempenho futuro do papel do mercado de capitais na economia. Neste quadro, a CVM passa a ser o pólo de convergência dos anseios de um lado do governo, enquanto seu agente compatibilizador da estratégia global de desenvolvimento econômico, e de outro das empresas, dos intermediários financeiros e do público investidor, enquanto catalizador-mor das motivações destes atores.

Se, no que concerne à SEC, suas atribuições e responsabilidades são bem transparentes para todos os participantes do mercado de capitais, tal não é verdadeiro no caso de nossa recém-criada CVM, cujos gestores enfrentam o estrutural conflito de objetivos entre as funções reguladora e fomentista. Esta é a nossa realidade. A questão consiste, pois, na escolha de qual filosofia devemos enfatizar ao perseguir o papel a ser desempenhado pelo mercado de capitais em nosso país.

Não nos iludamos, porém, com a possibilidade de contarmos com um mercado de capitais que constitua um canal sistematicamente básico para o desenvolvimento econômico. Abordando de modo mais específico o mercado acionário, podemos nos reportar, por exemplo, a 1971, quando, em pleno *boom* do mercado acionário brasileiro, a relação Subscrição de Ações de Companhias Abertas/PNB atingiu o elevado valor de 1,8%, superior ao dobro do verificado nos anos recentes nos EUA.

A debênture é o ativo financeiro mais importante no mercado de capitais norte-americano no que diz respeito ao financiamento de longo prazo às empresas, conforme pode ser observado na Tabela em apêndice. Em nosso país, em vista da presença de substitutos – como financiamentos indiretos fornecidos pelos Bancos (Certificados de Depósitos Bancários), financiamentos resultantes de empréstimos contraídos no exterior, e fundos governamentais, todos envolvendo menores custos e maior velocidade no fechamento das operações – as debêntures tendem a não ter representatividade, o que se constata a partir da própria falta de motivação por parte das empresas para utilizar este ativo como alternativa de financiamento.

Enfim, o mercado de capitais é dinâmico e requer constantes aperfeiçoamentos mesmo nos EUA, onde se encontra em estágio avançado. É o caso recente da eliminação da corretagem fixa nas operações de Bolsa e o processo de implantação de um mercado central, medidas que certamente em muito contribuirão para uma maior eficiência daquele mercado.

A corretagem fixa no Brasil é orientada pela necessidade de se assegurar um certo nível de receitas para os intermediários financeiros, uma vez que o atual está-

gio de desenvolvimento de nosso mercado apresenta vulnerabilidades no que se refere à geração de uma concorrência predatória entre seus membros, envolvendo sérios riscos de afetar a ética das relações instituições/público investidor e, corolariamente, provocar a perda da credibilidade no mercado financeiro.

Quanto ao mercado central, as principais Bolsas de Valores do país já procederam a um vultoso investimento em computadores e terminais de telecomunicação. Por que não pensar na custódia central? Por que não pensar na criação do mercado de ofertas? Por que não pensar na possibilidade de um ganho notável de eficiência, no processo gradual de efetiva integração dos mais importantes centros financeiros do país e no conseqüente fortalecimento do Sistema Bolsa de Valores?

Para consolidação do mercado acionário em nosso país, as perspectivas de sucesso dependem fundamentalmente das motivações do Governo, das sociedades emissoras, do público investidor e dos intermediários financeiros e da continuidade destas motivações ao longo do tempo. Na medida em que o mercado de ações passe a ser o ponto comum a defender, os interesses convergem para seu aprimoramento e para a conseqüente magnitude de seu papel frente à economia e à sociedade.

A motivação por parte dos intermediários financeiros é um reflexo das motivações das empresas e dos investidores. A motivação do lado da oferta de títulos depende necessariamente da mensuração de vantagens financeiras que as empresas possam obter com vistas a contrabalançar os custos econômicos decorrentes da abertura de seu capital social. Uma ênfase na concentração dos incentivos fiscais, diretamente para as empresas nacionais efetivamente abertas, bem como uma regulamentação que exija a manutenção desta condição para que continuem a se beneficiar destes incentivos resultaria em notável fortalecimento do poder de competição destas empresas na economia. Como é uma preocupação comum fazer do mercado de capitais um instrumento de capitalização para as empresas nacionais, a adoção desta estratégia forçosamente irá beneficiar este setor na medida em que seja estabelecida uma rigorosa política de ampla abertura de informações.

O investidor individual tende a se motivar quando possui elementos de convicção sobre expectativas favoráveis de lucratividade e liquidez. Para atingir o objetivo último de criar uma legião de investidores individuais, a adoção de incentivos fiscais sob a ótica da demanda de títulos não é, sequer sob um ponto de vista otimista, uma fórmula eficiente para motivar as camadas de médios e pequenos investidores a se voltarem para o mercado acionário. Uma vez que a experiência aponta que o ato de investir no mercado de ações está em muito vinculado a elevados níveis de educação formal e a um perfil favorável de renda, este problema básico de viabilização deve ser equacionado em função de nosso próprio contexto.

Talvez uma posição mais realista seja, em caráter transitório, sabermos conviver com a forte presença do Estado na economia, buscando maximizar sua interação com o sistema privado através do estabelecimento de diretrizes claras e definidas. Perseguindo o aumento da eficiência mediante a simplificação dos processos de decisão e a avaliação sistemática dos vários programas governamentais, a sociedade pode atingir sua meta de uma economia mais pluralista como resultado do fortalecimento relativo do setor privado, quer no lado da produção, quer na geração de crédito para a economia.

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, principal responsável pela política de investimento do Governo, tem representado o grande sustentáculo das empresas privadas nacionais, suprindo-as de fôlego financeiro – e capitalizando-as via empréstimos a juros subsidiados – para consecução de seus projetos, evidenciando-se, portanto, seu papel em prol do desenvolvimento econômico de nosso país. Ora, se o mercado de capitais é assumido como parte integrante de uma estratégia global orientada para o desenvolvimento econômico, por que, então, não pensar numa efetiva interação BNDE/CVM, o primeiro em sua política fomentista e a segunda basicamente reguladora de mercado, enquanto instrumento para compatibilizar os objetivos de capitalização das empresas privadas nacionais com o de criação de uma legião de investidores individuais?

As poupanças forçadas podem ser o grande mecanismo acelerador do objetivo, a ser perseguido, de dispersar a propriedade na medida em que se crie uma solução operacional de baixo custo e de conotação facultativa, que possibilite uma distribuição ampla e direta das ações entre milhões de investidores individuais, atendido o princípio de vinculação da propriedade ao controle. A conquista deste objetivo seria o estabelecimento de um notável instrumento a favor da busca de um caráter de cooperação entre Governo-Empresas-Empregados, situação facilmente identificada no Japão, por exemplo, como um fator muito importante para explicar os resultados alcançados por aquela nação.

5. Conclusões

O mercado de capitais pode representar uma decisiva contribuição para solucionar o problema da alta rotatividade dos empregados atualmente verificada nas empresas, como resultado das condições do Programa FGTS. A presente situação é desfavorável para a economia já que as empresas, por não contarem com aceitável nível de fixação institucional, enfrentam constantemente o problema do desligamento de seu quadro de funcionários afetando a eficiência das empresas pela absorção de custos adicionais de transação e adaptação de pessoal. Por outro lado, no

caso de seus desligamentos, os empregados tendem a utilizar o FGTS, enquanto "salário" disponível para atender suas necessidades financeiras. Na solução deste problema, os Fundos de Pensão Privados podem desempenhar um papel muito importante enquanto geradores de vantagens financeiras proporcionais à permanência dos empregados nas empresas.

A meta de se estabelecer um clima de cooperação empresas/empregados tende a ser um anseio comum quer endogenamente pela interdependência estrutural de interesses, quer pela alta potencialidade de crescimento da produtividade, que acarreta amplos benefícios econômicos e sociais para a nação. Além de maximizar seus salários, o empregado visa a segurança de um trabalho garantido, sabendo aquilatar os benefícios que lhe são gerados quando o país persegue o desenvolvimento econômico pelas oportunidades de mobilidade social que se lhe apresentam.

O recente episódio envolvendo a capitalização do Fundo PIS foi explicado como decorrência da política governamental em prol do desenvolvimento econômico e da capitalização das empresas nacionais privadas adotada por nosso país. O Governo pode dar uma contribuição para a busca de um clima de cooperação nas relações entre empregados e empresas. Nessa linha, e considerando o fértil debate que já se constata sobre o tema, a troca de idéias do Governo com os representantes dos empregados e das empresas privadas nacionais, certamente melhor identificará os anseios e expectativas de cada classe. Com todos os interessados conscientes dos benefícios e sacrifícios que envolvem a opção pró-desenvolvimento econômico, com maior ou menor ênfase, a equação final torna-se passível de solução.

Somos sabedores da necessidade de viabilizarmos vultosos investimentos capazes de criar oferta de empregos para as novas gerações e de melhorar o perfil de distribuição da renda existente. Sem aumento da poupança privada, as alternativas de financiamento serão ou políticas mais inflacionárias, ou maior poupança do Governo via tributos e poupanças forçadas, ou ainda maiores financiamentos externos.

Considerando-se que nos parece ser difícil um substancial aumento da poupança privada; que a inflação é nitidamente indesejável; e, ainda, que o nível da dívida externa brasileira se encontra por demais elevado, resta apenas a considerar as fontes de poupança forçada geridas pelo Governo. Com paciência podem-se buscar formas alternativas para descentralizar a gestão destes fundos, desde que atendidos os princípios de responsabilidade social, o que exigiria um certo grau de compromisso entre Governo, empresas e empregados.

APÊNDICE

EMISSÕES PÚBLICAS DE TÍTULOS DE EMPRESAS – UMA COMPARAÇÃO INTERNACIONAL

País	Ano	Ações (em bilhões de dólares)	% PNB	Debêntures (em bilhões de dólares)	% PNB
Estados Unidos	1975	10,87	0,72	27,20	1,79
Japão	1974	3,15	0,69	4,50 [1]	0,99
Reino Unido	1975	2,86	1,23	0,16	0,07
Alemanha	1975	2,44	0,58	(0,07)	(0,02)
França	1975	2,24	0,67	3,62	1,08
Itália	1974	1,25	0,82	0,35 [1]	0,23
Suíça	1975	1,04 [1]	1,87	1,05	1,88
Brasil	1975	1,04 [1]	0,96	0,01	0,01
Espanha	1973	1,02	1,44	0,17	0,24
Canadá	1975	0,71	0,45	...	...
Suécia	1975	0,66	0,95	0,44	0,64
Austrália	1975	0,51	0,66	1,38	1,78
África do Sul	1974	0,50	1,53	0,10	0,31
Coréia do Sul	1975	0,45	2,41	0,07	0,37
Kuwait	1975	0,42	3,85	–	–
Bélgica	1973	0,31	0,68	0,10	0,21
Noruega	1975	0,28	1,00	0,06 [1]	0,22
Áustria	1975	0,18	0,49	0,08	0,22
Índia	1975	0,18 [1]	0,12	0,04	0,04
Rep. da China	1975	0,11	0,77	0,04	0,27
Venezuela	1975	0,11	0,41	0,10	0,40
Irlanda	1975	0,08	0,97	...	...
Singapura	1975	0,08	1,35	...	...
Israel	1975	0,07	0,62	0,05 [2]	0,43
México	1975	0,05	0,06	0,01	0,02
Grécia	1975	0,04	0,20	–	–
Malásia	1974	0,03	0,36	–	–
Peru	1974	0,02	0,22	...	...
Colômbia	1975	0,02	0,14	...	...
Nigéria	1973	0,02	0,13	–	–
Costa do Marfim	1976	0,01	0,36	–	–
Argentina	1975	0,01	0,03	–	–
Trinidad e Tobago	1975	0,01	0,34	–	–
Chile	1975	0,00	0,02	0,04	0,52
Jamaica	1975	–	–	–	–
Quênia	1975	–	–	–	–

Notas:

[1] Incluem empresas públicas.

[2] Títulos conversíveis.

Fonte: Projeto em desenvolvimento sobre *Mercado Primário de Ações*, IBMEC.

Vamos manter essa chama viva.

A chama que pode produzir até um milhão de toneladas de aço por ano nos fornos das nossas usinas siderúrgicas no Rio Grande do Sul, Paraná, Rio de Janeiro, Pernambuco e Alagoas, não é diferente da chama que move todas empresas privadas nacionais.

Chama que, no ano passado, contribuiu com mais de quarenta e dois por cento da produção nacional de aço, fundamental para manter o ritmo de crescimento de áreas vitais como a construção civil, a indústria mecânica, a de implementos agrícolas e a de arames para uso do homem do campo.

Essa chama nasce da livre iniciativa dos homens e das empresas que trabalham neste País.

E já deu provas da sua importância para o nosso desenvolvimento econômico e social. Pelo seu dinamismo e capacidade de realização.

Para nós, seria difícil imaginar o progresso do Brasil sem ela.

Porque acreditamos na livre iniciativa como o melhor regime para se construir um país.

Nós acreditamos que a livre iniciativa é a melhor forma de trabalhar para o desenvolvimento econômico e social do País.

Gerdau

Metalúrgica Gerdau S.A. • Siderúrgica Riograndense S.A. • Siderúrgica Açonorte S.A. • Cia. Siderúrgica da Guanabara - COSIGUA • Siderúrgica Guaíra S.A. • Cia. Siderúrgica de Alagoas - COMESA • Comercial Gerdau Ltda. • F.C. Albuquerque Com. Ind. Ltda.

Aplicadores em Fundos Fiscais 157: Sua Desinformação sobre o Sistema 157 e seu Desinteresse pelo Mercado de Ações*

José Luiz Melo**

Fruto de uma pesquisa de opinião com 1.308 aplicadores, este artigo aborda os Fundos 157 sob a ótica do investidor. Os resultados deste trabalho enfatizam seu nível de desinformação sobre aspectos básicos do 157 e a ineficácia destes Fundos como fator de motivação para atrair potenciais investidores individuais para o mercado de ações.

1. Introdução

As recentes alterações introduzidas na sistemática de operações dos Fundos Fiscais 157, em decorrência da entrada em vigor da Resolução 470, do Banco Central, recolocaram em discussão os fundos fiscais criados há 11 anos com objetivos explícitos de desenvolver o mercado de capitais, colaborar para a capitalização das empresas privadas nacionais e atrair os contribuintes do Imposto de Renda para o mercado de capitais, principalmente para o mercado acionário. Com base em dados estatísticos que descrevem sua evolução desde 1967, técnicos e analistas do mercado de capitais têm questionado a eficácia dos Fundos 157 em atingir os objetivos para os quais foram criados. Entretanto, os debates sobre a função educativa dos Fundos 157 e sua contribuição ao processo de ampliação da participação de investidores individuais no Mercado de Ações não têm utilizado argumentos fundamen-

* O autor agradece a participação de Nei Rocha Cunha e Anamaria Aragão, ambos pesquisadores do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC) nas várias fases da pesquisa que forneceu dados para a elaboração deste artigo.

** José Luiz Melo, Ph. D. em Ciência Política pela Northwestern University, EUA, é Pesquisador Sênior do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC).

tados em dados empíricos, uma vez que até hoje os aplicadores em Fundos 157 não foram objeto de estudo por parte das autoridades federais ou de instituições financeiras privadas.

Neste artigo, o autor examina os resultados de uma pesquisa realizada pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais para a Bolsa de Valores de São Paulo envolvendo 1308 aplicadores em Fundos 157, da cidade de São Paulo, com o objetivo de recolher dados, fornecidos pelos próprios aplicadores, que permitissem conhecer o nível de informação sobre alguns aspectos básicos do 157 e a freqüência com que exercem o direito de resgate de cotas, sua avaliação do 157 como forma de investimento, sua satisfação com informações enviadas pelos Fundos, as razões para a escolha de um Fundo 157 para a aplicação do CCA e o interesse pelo Mercado de Ações depois que os aplicadores começaram a participar do Sistema 157.

Os dados utilizados neste artigo possibilitam uma apreciação da eficácia do Sistema 157 em educar os contribuintes do Imposto de Renda, conforme objetivos dos responsáveis pela criação, há mais de uma década, deste instrumento que visava até mesmo atrair para o Mercado de Ações estes potenciais investidores.

Entretanto, é importante ressaltar que os resultados da pesquisa analisados neste trabalho devem ser considerados pelo leitor como indicadores empíricos do nível de informação e das opiniões de um grande número de indivíduos pertencentes a estratos da população paulistana sócio-economicamente mais favorecidos. Não devem ser considerados como resultados estatisticamente generalizáveis para toda a população de aplicadores no Sistema 157.

2. Plano Metodológico da Pesquisa

A pesquisa de opinião já mencionada foi feita nos dias 26, 29 e 30 de maio de 1978 na cidade de São Paulo. Os dados foram levantados por meio de entrevistas, com questionários padronizados, realizadas em 94 agências de diferentes instituições bancárias. As agências escolhidas pertenciam aos seguintes bancos: BANESPA, BRADESCO, COMIND, ITAÚ, MERCANTIL DE SÃO PAULO, NACIONAL, REAL e UNIBANCO. Estes bancos foram escolhidos por duas razões: primeiro, por terem um grande número de agências na cidade de São Paulo; segundo, por serem administradores de Fundos Fiscais 157.

Por não se dispor de tempo suficiente para a realização de entrevistas no domicílio ou no local de trabalho dos investidores e para a determinação de uma amostra de investidores na cidade de São Paulo, decidiu-se utilizar a técnica de *pesquisa de flagrante*, que consiste em entrevistar em locais onde há alta probabilidade de serem encontrados elementos portadores das características recomendadas pelos objetivos da pesquisa.

2.1. Critérios adotados para a amostra

Não houve preocupação metodológica com o grau de precisão estatística no que se refere à representatividade da amostra de elementos. Portanto, como já se enfatizou, não é recomendável tomar-se este estudo como passível de generalizações, devendo seus resultados ser considerados apenas como indicativos de tendências de opiniões.

No entanto, a utilização de determinados critérios teóricos e metodológicos assegura um aceitável grau de confiabilidade nos resultados, possibilitando algumas inferências sobre a possível opinião de diferentes tipos de aplicadores em Fundos 157 sobre os mesmos tópicos abordados neste estudo. Procurou-se, primordialmente, estudar um grande número de elementos (foram analisados 1308 questionários); entrevistar elementos em agências bancárias localizadas em áreas da cidade de São Paulo onde se concentram residencialmente as pessoas de alto nível sócio-econômico (principalmente no que diz respeito aos critérios de educação e renda); restringir os elementos a serem entrevistados aos de sexo masculino, uma vez que estes predominam entre os investidores com CCA's de valor igual ou superior a Cr$ 1.000,00; entrevistar apenas elementos aparentando idade entre 25 e 60 anos, eliminando-se da análise os que não satisfizessem a este critério (o critério de idade visou, principalmente, que o estudo sondasse a opinião de elementos que possam vir a ser afetados, de alguma maneira, pela experiência da aplicação no 157 durante sua vida economicamente ativa); não entrevistar pessoas uniformizadas, como contínuos ou policiais fardados, nem pessoas excessivamente mal-vestidas.

Uma vez que, quando da realização da pesquisa, existiam estimativas de que este ano 70% dos investidores no 157 aplicarão CCA's com valores inferiores a Cr$ 1.500,00, procurou-se entrevistar indivíduos pertencentes às camadas médias e altas (de acordo com os critérios de domicílio, educação e renda) pois há maior probabilidade de indivíduos pertencentes a estas camadas aplicarem CCA's de valor superior a este limite. Na medida em que as entrevistas fossem realizadas com indivíduos portadores destas características, estar-se-ia entrevistando uma amostra mais homogênea, e conseqüentemente poderia ser esperada maior confiabilidade nos resultados da pesquisa.

Pelos motivos expostos, julgamos que os resultados, embora apenas indicativos de tendências, podem vir a ser utilizados como referência para comparações com aplicadores do 157 pertencentes a outras camadas da população brasileira.

2.2. Critérios operacionais do trabalho de campo

Os bairros onde se localizam as 94 agências bancárias nas quais entrevistou-se 1308 investidores foram Aclimação, Bela Vista, Barra Funda, Bom Retiro, Butantã,

Cerqueira César, Consolação, Ibirapuera, Indianópolis, Jardim América, Jardim Paulista, Liberdade, Perdizes, Pinheiros, Santa Cecília e Vila Mariana. Estes bairros foram escolhidos de acordo com informações sobre as características sócio-econômicas da população paulistana fornecidas por uma pesquisa do Instituto Gallup publicada sob o título *Outras Características Demográficas e Sócio-Econômicas da Grande São Paulo* (São Paulo em Distritos – 1976. Volume V, Março de 1977).

As entrevistas foram realizadas por 23 estudantes de graduação em Economia da Fundação Armando Álvares Penteado e 13 entrevistadores profissionais especialmente treinados para este tipo de pesquisa. Para evitar tendenciosidade na escolha dos elementos a serem entrevistados, os entrevistadores foram instruídos para obedecerem ao seguinte critério: só deveriam ser entrevistados indivíduos que aparentassem satisfazer aos critérios metodológicos já descritos. Além disso, deveriam fazer a seleção de maneira sistemática: o primeiro indivíduo a ser entrevistado deveria ser a terceira pessoa a sair da agência que aparentasse satisfazer aos critérios. Depois da primeira entrevista, seria entrevistado cada terceiro indivíduo a sair da agência que aparentasse satisfazer aos critérios. Como prova de acerto dos entrevistadores na escolha dos indivíduos segundo os critérios determinados pela coordenação da pesquisa, pode-se citar os seguintes resultados: de 1339 indivíduos entrevistados apenas 31 não satisfizeram ao critério *idade*, pois sete declararam ter menos de 25 anos, e 24, mais de 60 anos. Estes 31 não foram, é óbvio, incluídos nos cálculos estatísticos. Também, 62,2% dos entrevistados informaram residir em bairros considerados áreas residenciais de camadas média-alta e alta da cidade de São Paulo.

A composição por idade da amostra dos 1308 elementos entrevistados é a seguinte: entre 25 e 35 anos, 35,3%; entre 36 e 50 anos, 43,6%; e entre 51 e 60 anos, 20,9%.

3. Informação do Aplicador sobre o 157

Embora 41,4% dos entrevistados tenham indicado, corretamente, que os recursos dos Fundos Fiscais 157 são aplicados na compra de ações de empresas, a maioria revelou falta de informação a respeito de como são aplicados estes recursos.

A Tabela 1 também destaca um outro resultado: 30,3% dos entrevistados sequer souberam responder onde é aplicado o dinheiro que eles investem nos Fundos 157. Apesar de terem lido um cartão contendo cinco alternativas de aplicação dos recursos – incluindo a alternativa "É aplicado na compra de ações de empresas" –, estes entrevistados indicaram desconhecer a que se destinam os recursos.

TABELA 1 – Aplicação dos Recursos do 157 Segundo Aplicadores dos Fundos Fiscais 157

(São Paulo, maio de 1978)

Alternativas	Em %	Número de Entrevistados
Aplicado na Compra de Ações de Empresas	41,4	541
Aplicado no Sistema Financeiro da Habitação Através do BNH	9,5	124
Aplicado nos Bancos Comerciais para que Eles Façam Novos Empréstimos a seus Clientes	9,2	120
Aplicado pelo Governo em Obras Públicas	6,5	85
Aplicado em Campanhas de Alfabetização do MOBRAL	2,2	29
Não Responderam	*	13
Não Sabem	30,3	396
Total	**100,0**	**1.308**

* Percentagem inferior a 1,0%.

Somando os que indicaram formas incorretas de aplicação e os que não foram capazes de optar por uma alternativa, tem-se um percentual de 57,7%. Portanto, praticamente seis investidores em cada grupo de dez não sabem como os recursos do 157 são aplicados.

Como 80,0% dos entrevistados investiram pela primeira vez no 157 anteriormente a 1975 (ver Tabela 4), não se pode atribuir a falta de informação ao fator tempo, ou seja, a um contato mais recente com este tipo de investimento financeiro. Conforme veremos posteriormente, a maioria dos entrevistados costuma receber correspondência dos Fundos 157 e declara estar satisfeita com as informações nela contida. Logo, a constatação da ausência de conhecimento sobre a forma de aplicação dos recursos do 157 não deveria ser atribuída à falta de informações. Assim, pode-se supor que a ineficácia do sistema de informação e divulgação dos Fundos 157 é uma explicação alternativa para este resultado.

De qualquer modo, surpreende verificar-se que, apesar de decorridos 11 anos desde a criação desse instrumento de capitalização das empresas, a maioria dos entrevistados que investe no 157 não sabe como os Fundos Fiscais 157 aplicam a parcela de seu Imposto de Renda devido.

Com base na Tabela 2 pode-se constatar que 85,4% dos entrevistados confirmam ter pelo menos uma informação elementar sobre o 157, qual seja, sabem que têm direito a resgatar suas aplicações. Portanto, são poucos os que não possuem esta informação.

Dos 1117 que conhecem seu direito, a maioria também está informada corretamente sobre o prazo de permanência da aplicação no 157 antes de poder exercer o direito de resgate: 51,6% dizem que o prazo é de cinco anos, enquanto 4,4% afirmam ser de seis anos.

No entanto, dentre os que sabem ter direito de resgate, 44,0% não estão informados corretamente sobre o prazo para exercerem seu direito.

TABELA 2 – Informação dos Aplicadores sobre Direito e Prazo de Resgate da Aplicação no 157

(São Paulo, maio de 1978)

Direito de Resgate	Em %	Número de Entrevistados
Acham que Podem Resgatar	85,4	1.117
Não Acham que Podem Resgatar	7,4	97
Não Souberam Responder	7,2	94
Total	**100,0**	**1.308**
Prazo para Poder Resgatar		
1 ou 2 anos	11,6	130
3 anos	5,9	66
4 anos	11,6	130
5 anos	51,6	576
6 anos	4,4	49
7 anos ou mais	1,1	12
Não Responderam	*	3
Não Sabem	13,5	151
Total	**100,0**	**1.117**

* Percentagem inferior a 1,0%.

Estes resultados permitem uma séria constatação: os entrevistados possuem uma informação elementar, mas necessitariam de informação complementar se desejassem exercer o direito de resgate uma vez que o prazo de permanência da aplicação no 157 não é de conhecimento da maioria dos entrevistados. O sistema de informação e divulgação utilizado pelos Fundos 157 até meados de 1978 parece, por isto, ter fracassado a um nível mínimo – o de esclarecer os aplicadores sobre os objetivos deste investidor institucional e sobre a época correta para exercer os seus direitos.

4. Concentração das Aplicações

A Tabela 3 indica que os entrevistados não têm procurado diversificar as aplicações de seus CCA's. Quase seis entrevistados em cada grupo de 10 aplicaram em apenas um Fundo até hoje. É interessante observar que esta proporção é idêntica a de entrevistados que não sabem como são aplicados os recursos do 157. Por ser um percentual alto, pode-se afirmar que grande parte dos que não têm esta informação tendem a concentrar suas aplicações em um ou dois Fundos. Cerca de 1/5 aplicou em Fundos diferentes; no entanto, o total dos que aplicaram em três ou mais Fundos não atinge 15,0%. Tal constatação, numa pesquisa com aplicadores em Fundos 157 não surpreende. Segundo dados divulgados pela revista Bolsa (*Os Erros e Acertos do Nosso Maior Investidor,* em *Bolsa,* n.º 342, 28 de junho de 1978, pp. 22-28), os 10 maiores Fundos 157 detinham, em 30 de junho de 1977, 81,4% do patrimônio dos recursos do Sistema 157. Portanto, a concentração de aplicações em poucos Fundos 157 é um fato amplamente conhecido.

TABELA 3 – Número de Fundos 157 em que Entrevistados Aplicaram, Incluindo Correspondência Enviada pelos Fundos

(São Paulo, maio de 1978)

Número de Fundos	Em %	Número de Entrevistados
Um Fundo	58,9	770
Dois Fundos	24,5	321
Três Fundos	9,2	120
Mais de Três Fundos	4,9	64
Não Sabem	2,1	27
Não Responderam	*	6
Total	**100,0**	**1.308**
Aplicadores em Apenas um Fundo		
Fundo Envia Correspondência	82,3	634
Fundo não Envia Correspondência	15,6	120
Não Sabem	1,2	9
Não Responderam	*	7
Total	**100,0**	**770**
Aplicadores em Dois ou Mais Fundos		
Um Fundo Envia Correspondência	21,6	109
Dois Fundos Enviam Correspondência	45,9	232
Três Fundos Enviam Correspondência	11,1	56
Mais de Três Fundos Enviam Correspondência	3,8	19
Nenhum Fundo Envia Correspondência	10,7	54
Não Sabem	1,4	7
Não Responderam	5,5	28
Total	**100,0**	**505**

* Percentagem inferior a 1,0%.

Tanto os aplicadores em apenas um Fundo 157 como os que aplicaram em mais de um declaram que os Fundos costumam lhes enviar correspondência: 80,3% dos entrevistados recebem correspondência. Esta percentagem é obtida pela agregação das respostas de todos entrevistados que declararam receber correspondência dos Fundos 157. O fato de receberem correspondência não significa, porém, que a grande maioria dos aplicadores lêem o que lhes é remetido pelos Fundos 157.

5. O Exercício do Direito de Resgate

A maioria dos entrevistados aplica no 157 há vários anos: oito em cada grupo de 10 aplicaram, pela primeira vez, antes de 1975. Em conseqüência, já poderiam ter efetuado, pelo menos, um resgate de cotas. Entretanto, dentre os 1042 entrevistados que poderiam ter resgatado cotas, 717, ou seja, 68,8% não efetuaram sequer um único resgate.

Conforme demonstra a Tabela 4, de 1042 entrevistados com direito de resgate, 16,4% efetuaram apenas um; 7,9%, dois resgates; 3,5%, três resgates; e 1,5% quatro ou mais resgates.

TABELA 4 – Época em que se Tornaram Aplicadores de Fundo 157, Incluindo Número de Vezes que já Efetuaram Resgates

(São Paulo, maio de 1978)

Época	Em %	Número de Entrevistados
Antes de 1975	80,0	1.042
Depois de/durante 1975	19,2	251
Não Sabem	*	13
Não Responderam	*	2
Total	**100,0**	**1.308**
Número de Resgates Efetuados		
Um	16,4	171
Dois	7,9	82
Três	3,5	37
Quatro ou Mais	1,5	18
Nenhum	68,8	717
Não Sabem	1,2	13
Não Responderam	*	4
Total	**100,0**	**1.042**

* Percentagem inferior a 1,0%.

Embora não tenham sido indagados por que não efetuaram resgate de cotas, o número (717 entrevistados) dos que não o fizeram aproxima-se do número (725 entrevistados) dos que responderam que a aplicação no 157 "não faz nenhuma diferença" e "é um dinheiro perdido" (ver Tabela 6). Há, possivelmente, uma relação entre a avaliação da aplicação financeira no 157 e a decisão de exercer o direito de resgate. Aplicadores que não consideram o 157 como um negócio vantajoso não se interessam em obter o retorno que é assegurado a todos depois do prazo de 5 a 6 anos.

Uma outra explicação possível para o não-exercício do direito de resgate pela maioria destes entrevistados é seu nível sócio-econômico. Como o montante das aplicações é relativamente marginal para indivíduos de renda média ou alta, e, dado que a rentabilidade dos Fundos 157 não tem sido alta, o nível de preocupação ou interesse pela aplicação no 157 tende a ser baixo.

6. Os Aplicadores e sua Reação às Informações Recebidas

Independentemente do tipo, freqüência ou qualidade das informações que recebem, a maioria dos entrevistados se diz satisfeita com as informações enviadas pelos Fundos 157. Com base na Tabela 5, verifica-se que 65,3% reagem positivamente à pergunta sobre o nível de satisfação com as informações recebidas.

TABELA 5 – Reação dos Aplicadores com Relação às Informações que Recebem dos Fundos 157

(São Paulo, maio de 1978)

Reação	Em %	Número de Entrevistados
Estão Satisfeitos	65,3	686
Não Estão Satisfeitos	20,0	210
Não Lêem Informações que Recebem	13,0	136
Não Sabem	*	10
Não Responderam	*	8
Total	100,0	1.050

* Percentagem inferior a 1,0%.

Por outro lado, não se pode ignorar o fato de que 20,0% não estão satisfeitos com as informações e que 13,0% não lêem as informações a eles enviadas pelos Fundos. Isto significa que mais de 1/3 dos entrevistados não demonstra satisfação com as informações.

Infelizmente, com base nesta pesquisa, não se pode questionar diretamente a relevância ou conteúdo das informações prestadas aos aplicadores pelos Fundos 157. Entretanto, a desinformação desta amostra sobre este investidor institucional permite que se coloque em dúvida o conteúdo educativo (e de fácil assimilação) da informação que, até meados de 1978, vinha sendo prestada aos aplicadores via correspondência. Por isto, considerando o conteúdo e qualidade destas informações, não se pode concluir que a maioria dos entrevistados está satisfeita com elas.

7. Avaliação do 157 como Investimento Financeiro

Oferecidas três alternativas para que selecionassem aquela que representasse sua opinião sobre a aplicação no 157, 41,2% dos entrevistados escolheram a alternativa "É Um Negócio Vantajoso"; 41,1% optaram pela alternativa "Não Faz Nenhuma Diferença"; e 14,4% preferiram a que afirma ser a aplicação no 157 "Um Dinheiro Perdido", como se pode observar na Tabela 6.

TABELA 6 – Opinião dos Entrevistados sobre a Aplicação de seu Dinheiro no 157

(São Paulo, maio de 1978)

Consideram a Aplicação	Em %	Número de Entrevistados
Um Negócio Vantajoso	41,2	539
Não faz Nenhuma Diferença	41,1	537
Um Dinheiro Perdido	14,4	188
Não Sabem	2,0	26
Não Responderam	1,7	22
Total	**100,4***	**1.308**

* O total é superior a 100,0% devido a arredondamento de percentagens.

Vê-se, assim, que a maioria não parece avaliar positivamente o investimento 157, embora cerca de quatro em cada 10 entrevistados considerem a aplicação de seu dinheiro no 157 "Um Negócio Vantajoso".

Os critérios levados em consideração pelos entrevistados para avaliar o 157 como negócio não foram investigados na pesquisa. Conseqüentemente, os resultados acima reportados devem ser vistos como uma tendência atitudinal, ou seja *uma predisposição para avaliar o 157*. Independentemente de critérios objetivos racionais ou baseados em experiências individuais, todo indivíduo, quando estimulado a emitir uma avaliação, tende a fazê-lo. Assim, a importância dos resultados está na constatação de uma tendência para a avaliação desfavorável do 157 como negócio financeiro.

8. Interesse pelo Mercado de Ações

Depois que passaram a investir em Fundos 157 os entrevistados não se tornaram mais interessados em notícias sobre o Mercado de Ações. Considerando-se o interesse por estas notícias como indicador de uma possível contribuição dos Fundos Fiscais 157 para atrair os entrevistados para este mercado, constata-se, na Tabela 7, que, em sua grande maioria, os investidores do 157 não revelaram mudança na atenção que dedicavam ao mercado acionário: 73,1% disseram que não passaram a ter mais interesse por notícias sobre o Mercado de Ações depois que começaram a aplicar em Fundos 157.

TABELA 7 – Interesse por Notícias sobre o Mercado de Ações Depois da Aplicação no 157, Incluindo Disposição para Investir em Ações

(São Paulo, maio de 1978)

Interesse por Notícias	Em %	Número de Entrevistados
Maior Interesse	16,5	216
Já eram Interessados	9,4	123
Não se Tornaram mais Interessados	73,1	956
Não Sabem	*	2
Não Responderam	*	11
Total	**100,0**	**1.308**
Disposição dos que Responderam "Maior Interesse"		
Pensaram em Investir em Ações	29,2	63
Chegaram a Comprar Ações	42,1	91
Não Pensaram em Investir em Ações	28,2	61
Não Responderam	*	1
Total	**100,0**	**216**

* Percentagem inferior a 1,0%.

Apenas 16,5% dos entrevistados foram, de alguma forma, influenciados pelo 157 e passaram a se interessar mais por notícias sobre o Mercado de Ações. Todavia, é curioso notar que quase 10,0% dos entrevistados manifestaram já possuir interesse pelo mercado antes de começar a aplicar em Fundos 157.

Somando-se os que já tinham interesse aos que se tornaram mais interessados, verifica-se que cerca de 1/4 dos entrevistados presta alguma atenção ao mercado

acionário. Esta proporção pode ser interpretada de duas maneiras: primeiro, pelo fato de entre os entrevistados haver uma razoável proporção de elementos que, por pertencerem a médios e/ou altos estratos sócio-econômicos e se interessarem por notícias sobre o Mercado de Ações, podem ser considerados investidores potenciais deste Mercado; segundo, esta proporção pode se dever ao fato de que elementos de estratos sócio-economicamente mais altos sempre apresentam um maior interesse e maior participação no Mercado de Ações.

A possível influência do 157 sobre os entrevistados pode ser melhor avaliada quando se observam, na Tabela 7, os resultados referentes à disposição para investir em ações por parte dos que reconheceram ter se interessado mais por notícias sobre o Mercado de Ações depois de aplicarem no 157. Enquanto 29,2% dos 216 "mais interessados pelo Mercado de Ações" chegaram a pensar em investir em ações, 42,1% realizaram investimentos no mercado acionário.

Embora não se possa afirmar que o 157 contribuiu para atrair a atenção dos entrevistados para o Mercado de Ações, pode-se assegurar que aqueles que se sentiram mais interessados pelo Mercado depois da aplicação no 157 foram de fato atraídos pelo mercado, pois chegaram a considerá-lo como forma de investimento ou efetivamente investiram nele recursos financeiros.

Obviamente este resultado não deve ser interpretado de forma a significar que a aplicação no 157 foi o fator que mais influenciou os entrevistados a se tornarem mais interessados. Em pesquisa com investidores do Rio de Janeiro e São Paulo (*Perfil do Investidor no Mercado de Ações*, Rio de Janeiro, IBMEC, 1976), este autor constatou serem vários os fatores que levam os investidores a se interessar e a investir em ações, não se incluindo entre os mais importantes o Fundo 157.

9. As Razões dos Aplicadores para a Escolha de um Fundo 157

Depois de os entrevistados terem lido oito frases contendo razões que poderiam levá-los a escolher um Fundo 157 para aplicar seu dinheiro, foi-lhes solicitado que indicassem as duas principais. Os 1308 entrevistados deram 2398 respostas, as quais estão distribuídas percentualmente, na Tabela 8, entre as oito razões que a eles foram submetidas para consideração.

As razões que podem ser consideradas técnicas — Rentabilidade Satisfatória, Qualidade da Carteira de Ações e Prestação de Informações — obtiveram, se agregadas às freqüências, apenas 17% das 2398 indicações. Este resultado é suficiente para demonstrar a falta de utilização de critérios técnicos, por parte dos entrevistados, no processo de escolha de um Fundo 157 para a aplicação do CCA.

TABELA 8 — Razões que Levaram os Entrevistados a Escolher um Fundo para Aplicar seu 157

(São Paulo, maio de 1978)

Razões	Em %	Freqüência de Respostas
Fundo do Banco onde tem Conta	31,0	744
Fundo do Banco onde Entregam Declaração do Imposto de Renda	27,1	651
Bom Atendimento da Agência Bancária	11,3	270
Aplicam Sempre no Mesmo Fundo	9,3	223
Rentabilidade Apresenta Resultados Satisfatórios	6,9	166
Carteira tem Ações de Empresas Seguras e Rentáveis	5,0	119
Fundo os Mantêm Informados sobre Aplicação	5,1	121
Fundo mais Conhecido	4,3	104
Não Sabem	—	21
Não Responderam	—	39
Total	**100,0**	**Número de Entrevistados 1.308**

Nota: Nesta Tabela o número de respostas não coincide com o número de entrevistados porque a eles foram pedidas duas razões como resposta.

Entretanto, deste resultado não se deve inferir uma irracionalidade de comportamento por parte dos entrevistados. Um investidor racional poderia fazer uma análise de custo/benefício levando em conta fatores tais como o valor relativo de seu CCA, a desvalorização da moeda, seu nível de renda, etc., e constatar que para ele é indiferente escolher, com base em critérios técnicos, o Fundo A ou o Fundo B.

Segundo os entrevistados, as razões que influem nesta escolha se relacionam com a comodidade e o costume advindos do fato de transacionarem com instituições bancárias que administram Fundos 157. Assim, a razão mais citada é "Porque é o Fundo do Banco onde Tenho Conta" e, em segundo lugar, "Porque é o Fundo do Banco onde Entrego Minha Declaração de Imposto de Renda".

Com exceção da opção "Porque é o Fundo mais Conhecido", as razões técnicas obtiveram os mais baixos percentuais individuais de indicações. Os resultados permitem a conclusão de que a vinculação de um Fundo a uma instituição bancária é o fator que facilita a tendência por um determinado Fundo 157.

10. Conclusões

Mesmo sendo indivíduos pertencentes a estratos sócio-econômicos médios e altos da cidade de São Paulo, os aplicadores em Fundos Fiscais 157 entrevistados

nesta pesquisa revelam um grau limitado de conhecimento deste instrumento de política de desenvolvimento do mercado de capitais criado há 11 anos no Brasil. Se a estes entrevistados – em sua maioria possuidores de educação igual ou superior à média – falta informação ou conhecimento de aspectos básicos do 157, pode-se pressupor que a grande massa de aplicadores de CCA's nestes Fundos revele um desconhecimento de proporções assustadoras.

A maioria destes entrevistados, moradores de bairros onde residem as camadas sociais médias e altas de São Paulo (o que garante serem eles pessoas de situação privilegiada no acesso a todo tipo de informação), não sabe a que se destinam os recursos que aplica no 157; tampouco sabe quando é o momento correto para exercer seu direito de resgate. Assim, não é de se estranhar que, conforme demonstram os resultados, a maioria destes entrevistados nunca tenha feito sequer um resgate de quotas de suas aplicações, embora já tenha este direito assegurado.

A maioria dos entrevistados, apesar de reconhecer que recebe correspondência dos Fundos 157, revela desinformação. Dever-se-ia essa desinformação ao desinteresse dos entrevistados pela informação recebida dos Fundos ou ao tipo de informação enviada? Ou, ainda, a outros fatores, tais como o fato de serem os Fundos um investimento de longo prazo, de valor financeiro relativamente pequeno ou um investimento cuja rentabilidade tem sido baixa? Embora estas perguntas não possam ser respondidas por esta pesquisa, cabe aqui questionar se o tipo, a freqüência e o conteúdo das informações até hoje prestadas pelos Fundos têm sido de fácil entendimento, chegando a colaborar realmente para que os aplicadores do 157 tenham um melhor conhecimento sobre aspectos básicos desta instituição.

Como apenas uma minoria considera o 157 "um negócio vantajoso", poder-se-ia também esperar dos entrevistados um desinteresse tanto pelo acompanhamento de suas aplicações – o que é demonstrado pelo desinteresse em efetuar resgates – quanto por melhores informações sobre o 157.

Assim, não causa surpresa o fato de os entrevistados não terem se interessado mais pelo Mercado de Ações depois que passaram a aplicar no 157. É óbvio que o 157 nunca poderá ser o único instrumento divulgador deste mercado, mas as possibilidades de que atraia a atenção de seus aplicadores não parecem promissoras segundo esta pesquisa, pois a maioria dos entrevistados não possui informação e conhecimento nem mesmo sobre o próprio 157, que é uma alternativa de investimento de mais fácil compreensão do que o Mercado de Ações.

Outra constatação desta pesquisa que merece ser seriamente considerada diz respeito ao objetivo educacional do 157. O fato de os entrevistados terem se tornado aplicadores do 157 não parece ter-lhes proporcionado uma experiência educativa ou promotora do aprendizado de noções que lhes possibilitem investir mais tecnicamente seus recursos financeiros.

Os resultados da pesquisa sugerem uma explicação para a alta concentração de aplicações em um ou dois Fundos. Observando-se quais foram as razões citadas pelos entrevistados como influenciadoras no processo da escolha por um Fundo 157 para a aplicação de seu CCA's, verifica-se que as razões técnicas não predominam. Os entrevistados escolhem Fundos administrados por bancos dos quais são clientes ou com os quais transacionam de alguma maneira. Como as pessoas físicas não possuem um elevado número de contas bancárias, a diversificação de suas aplicações em Fundos 157 provavelmente não ocorrerá.

Finalmente, os resultados sugerem que não foi bem-sucedida a estratégia de utilizar a experiência de investimento no 157 como uma contribuição à educação, ou mesmo como fator de motivação para atrair potenciais investidores individuais para o Mercado de Ações. De modo algum confirmam que o 157 tem sido um instrumento canalizador de recursos de investidores individuais para o Mercado de Ações.

A experiência de aplicação no 157, segundo este estudo, não contribuiu sequer para um melhor nível de informação sobre o próprio 157.

Fundo Bradesco 157. Quem aplica reaplica.

FUNDO BRADESCO 157

É só falar com a moça.

Pense um pouquinho antes de aplicar o seu 157. Em primeiro lugar, aplique num fundo que facilita tudo. É muito fácil e rápido aplicar no Fundo Bradesco 157. Você tem 950 agências Bradesco a sua escolha. Tem sempre uma perto de sua casa ou trabalho. E em qualquer delas é só falar com a moça Bradesco, que encaminha você à pessoa certa. Mas o importante não é só a facilidade. Veja também a rentabilidade. O Fundo Bradesco 157 está entre os que mais rendem. Em 1977, por exemplo, ele rendeu 54,46%. Ele tem a menor taxa de administração, pois é o fundo de maior patrimônio. Assim, no Fundo Bradesco 157 você sai ganhando logo de início. O Fundo Bradesco 157 envia a você um relatório a cada 6 meses, mostrando onde aplicou o seu dinheiro e qual a sua rentabilidade. Com isso, você pode ir formando mais um pecúlio para o dia de amanhã. Você pode aplicar o seu 157 em qualquer fundo que escolher. Mas só no Fundo Bradesco 157 você encontra tantas vantagens. Confie seu 157 ao Fundo Bradesco. Quem aplica nele uma vez, reaplica sempre.

INFORMAÇÕES CONFORME A RESOLUÇÃO 470, DO BANCO CENTRAL DO BRASIL.

RENTABILIDADE			
EXERCÍCIO	NO EXERCÍCIO %	ACUMULADA INVERSÃO FEITA HÁ	ACUMULADA %
1972	(30,10)	6 anos	84,55
1973	(0,33)	5 anos	164,02
1974	4,98	4 anos	164,69
1975	21,40	3 anos	152,32
1976	34,56	2 anos	107,85
1977	54,46	1 ano	54,46

OBS.: 1 - Despesas do 2º semestre/patrimônio líquido médio: 0,129.
2 - Taxa de administração/patrimônio líquido médio de 77: 2,64.
3 - Não houve distribuição no período, todos os rendimentos foram capitalizados.
4 - As variações negativas são apresentadas entre parênteses.
5 - Maiores investimentos do FUNDO BRADESCO 157, empresas: Casa Anglo, Alpargatas, Brahma, Sadia Concórdia, Metal Leve, Souza Cruz, Lojas Americanas, Pirelli, Belgo Mineira, Mesbla, Aços Villares, Petrobrás, Estrela, Arno, Duratex, Indústria Villares, Indústria Romi, Bardella, Fundição Tupy, Brasmotor.

Fundo Bradesco 157. Quem aplica, reaplica. Isso é confiança.

Fundo Bradesco 157

BRADESCO
garantia de bons serviços

Políticas Setoriais de Crédito e Investimento*

Maxwell J. Fry**

Este trabalho analisa técnicas de planejamento financeiro usadas para projetar e implementar políticas setoriais de crédito e investimento em países em desenvolvimento. São discutidas as utilizações, no planejamento financeiro, de poupança e investimentos setoriais, fluxos financeiros, matrizes simples e ampliada de crédito/empréstimo e matrizes de balanços setoriais. Dois modelos financeiros básicos são apresentados: o de insumo/produto e o de equilíbrio geral. O enfoque de insumo/produto indica que a intervenção nos mercados financeiros será, via de regra, necessária para assegurar a realização de um programa de investimento planejado, caso se espere que parte dele seja executado pelo setor privado por seu livre arbítrio. O modelo de equilíbrio geral, por outro lado, demonstra ser desnecessária qualquer intervenção nos mercados financeiros, uma vez que todos os investimentos planejados se encontram subordinados às autoridades de planejamento. Para concluir, desenvolve-se uma revisão crítica das políticas de taxas de juros geralmente adotadas nos países em desenvolvimento como parte de suas políticas setoriais de crédito e investimento.

1. Objetivos das Políticas Setoriais de Crédito

Controles administrativos objetivando segmentar mercados de crédito não só estão difundidos em países menos desenvolvidos, mas também predominam, sob formas altamente sofisticadas, na maioria das economias socialistas. O fundamento lógico destes controles reside no fato de que nas economias planejadas ou semi-planejadas os programas de investimento são preparados como totais setoriais desa-

---

* Este artigo foi apresentado, sob forma de palestra, no Nepal Rastra Bank, Katmandu, em 31 de julho de 1978.
Título original: "Sectoral Investment and Credit Policies". Tradução de Marise Philbois Toledo.

** O autor é Professor de Economia na Universidade de Boğaziçi (Turquia).

gregados, os quais em geral são posteriormente desmembrados em projetos. A política monetária pode contribuir pouco no sentido de assegurar a realização destes planos setoriais, embora existam algumas formas disponíveis de planejamento financeiro baseadas em mercados de crédito segmentados com a finalidade única de viabilizar tais projetos. Em particular, a manipulação do sistema financeiro por meio de controles diretos pode ser utilizada numa tentativa de orientar recursos para os projetos de investimento planejado e evitar sua utilização no financiamento de investimentos não-planejados. Uma maneira comum de assim proceder consiste em fixar taxas de juros máximas abaixo dos níveis de equilíbrio do mercado para então racionar o crédito na base de prioridades planejadas. Com vistas a incentivar as instituições financeiras privadas a concederem empréstimos segundo estes objetivos, podem-se utilizar diretrizes, taxas diferenciais de redesconto e outros incentivos.

A implementação de um plano de investimento setorial não depende necessariamente de uma política setorial de crédito bem-sucedida. Desde que todo investimento seja diretamente controlado pelas autoridades de planejamento, os mercados financeiros podem ser ou eliminados ou autorizados a desempenhar um papel que não exija supervisão quanto à concessão de fundos para os projetos de investimento determinados. A filosofia de uma economia mista, entretanto, rejeita o controle e tenta alcançar os mesmos resultados através de incentivos.

O racionamento do crédito pode ser usado como um mecanismo indireto para implementar planos setoriais de investimento. As taxas de juros são mantidas abaixo dos seus níveis de equilíbrio do mercado para que os recursos possam ser dirigidos, através de um processo de racionamento, para investimentos que poderiam não ter sido efetuados voluntariamente a taxas mais altas. Este procedimento poderá ser relativamente fácil se o sistema financeiro como um todo pertencer ao governo. Apresentaremos a seguir algumas indicações do grau de dificuldade envolvido quando parte do sistema é de propriedade privada. Além do mais, há o problema de se assegurar se aqueles que recebem crédito a taxas inferiores às do mercado estão realmente utilizando-o com o objetivo para o qual foi concedido. Ambas as questões podem ser resolvidas, em grande parte, pela adoção de medidas mais diretas, tais como: subsídios para investimento, isenções e incentivos fiscais e privilégios de câmbio*. A exigência de autorização prévia poderia, de qualquer maneira, ser necessária, visando limitar o investimento não-planejado.

Supondo-se que uma política de crédito setorial deva ser utilizada para assegurar que, ao menos em parte, objetivos setoriais de investimento sejam alcançados, o sucesso da implementação requer uma certa gama de informações bem como o uso de um determinado número de técnicas que serão discutidas nos itens 3 e 4. As informações mais relevantes são as de poupanças setoriais. Os fluxos financeiros líquidos exigidos podem ser derivados destas poupanças e dos dados sobre investimentos setoriais planejados. Torna-se então possível planejar modos e meios de se alcançar estes fluxos, talvez em parte através de incentivos para assegurar que a demanda de recursos seja estimulada, quando se fizer necessário, e em parte pela segmentação do mercado em bases institucionais. Desconhecendo-se as magnitudes dos fluxos financeiros exigidos, a adoção de tais políticas será uma questão de tentativa e erro.

* Privilégios de câmbio constituem um incentivo num país onde divisas estrangeiras são racionadas. Um incentivo considerável para investimento em indústrias de exportação é, certamente, o de permitir que o industrial retenha para seu próprio uso uma certa proporção das divisas geradas com suas exportações.

2. A Dicotomia Setor Público/Setor Privado

Em países menos desenvolvidos, nos quais o desenvolvimento da empresa pública desempenha um papel importante no programa geral de desenvolvimento econômico, há uma tendência de o sistema financeiro vir a ser dividido em duas partes: uma atendendo ao setor público, e a outra ao setor privado. Freqüentemente, a disponibilidade de crédito parece ser muito maior para o setor público. Pode-se exigir das instituições de seguridade social que mantenham uma grande parcela de seus recursos em títulos do setor público a baixas taxas de juros, sendo os bancos obrigados a manter altos índices de reservas, e assim por diante. O fato de existirem mercados de crédito não-institucionais para conceder recursos ao setor privado a taxas de juros muito superiores às encontradas em instituições financeiras evidencia a existência de diferenças na disponibilidade de crédito.

Apesar de uma aparente abundância de recursos para as operações do setor público, o investimento desse setor pode conservar uma tendência a não atingir os objetivos planejados. Este paradoxo pode ser freqüentemente explicado ao se levar em consideração dois outros tipos de informação fundamentalmente importantes, a saber: poupanças e investimentos setoriais. A melhor maneira de demonstrar este fato é apresentar em uma tabela para o período considerado os referidos dados setoriais. (Um exemplo hipotético é apresentado na Tabela 1.) Um aspecto surpreendente que emerge deste exemplo, e que não está muito longe da realidade em diversos países, é que o setor público investe mais em relação ao que poupa. Portanto, sua poupança financeira é negativa, e sua dívida líquida de empréstimos através do sistema financeiro é positiva. Neste caso, é essencial que haja uma disponibilidade de crédito bem maior para o setor público do que para o setor privado para que esses planos sejam concretizados. Conforme salientamos no item anterior, a menos que este tipo de análise quantitativa seja realizado, as tentativas de implementar políticas de crédito setoriais provavelmente não serão bem-sucedidas. As limitações no uso de fluxos líquidos são discutidas no item 3, embora o exemplo de fluxos financeiros brutos, apresentado na Tabela 2, deva ser suficiente para demonstrar o fato de que a utilização de transferências financeiras brutas fornece

ao planejador da área financeira informações adicionais que podem ser de valor crítico em suas tentativas de assegurar que transações financeiras sejam compatíveis com planos no lado real. Matrizes de crédito/empréstimo e modelos financeiros são também apresentadas de maneira mais sofisticada nos dois itens subsequentes. Para se utilizar esses recursos de planejamento financeiro, exigem-se dados necessários para preencher as matrizes projetadas e desenvolvidas. Devemos ainda enfatizar que tentativas de planejar objetivos de investimento setoriais, na ausência de dados de poupança setoriais, constituem simplesmente **mais um caso de planejamento sem fatos**, uma tarefa considerada difícil, na melhor das hipóteses. Assim como não se pode esperar que políticas fiscais e monetárias sejam bem-sucedidas — a menos que sejam baseadas em estimativas de renda nacional e num conjunto razoavelmente abrangente de contas de contabilidade nacional —, são também necessários dados similares a nível setorial para a implementação efetiva de políticas setoriais de crédito e investimento.

TABELA 1 — Poupanças e Investimentos Públicos, Privados e Estrangeiros

(em bilhões de rúpias)

Ano	Setor	Poupança Planejada	Investimento Planejado	Poupança Financeira
1975	Público	4,0	7,0	- 3,0
	Privado	5,0	4,0	1,0
	Estrangeiro	2,0	0,0	2,0
1976	Público	5,0	8,0	- 3,0
	Privado	5,0	5,0	0,0
	Estrangeiro	3,0	0,0	3,0
1977	Público	6,0	8,0	- 2,0
	Privado	5,5	5,5	0,0
	Estrangeiro	2,0	0,0	2,0
1978	Público	7,0	9,0	- 2,0
	Privado	7,0	6,0	1,0
	Estrangeiro	1,0	0,0	1,0
1979	Público	8,0	10,0	- 2,0
	Privado	8,5	7,0	1,5
	Estrangeiro	0,5	0,0	0,5

Os problemas relativos à implementação de políticas setoriais de crédito e investimento, a um nível mais desagregado, são muito mais sérios, em parte porque geralmente não existem dados suficientes para a construção das contas setoriais relevantes e, em parte, porque o sistema financeiro não será usualmente tão segmentado neste nível, tornando assim mais difícil destinar recursos específicos

para determinadas áreas da atividade econômica. Portanto, somos levados outra vez a reconsiderar subsídios e subvenções diretas como uma política alternativa prática para implementar planos setoriais de investimento.

TABELA 2 — Fluxos Financeiros Brutos entre os Setores Público, Privado e Estrangeiro

(em bilhões de rúpias)

Ano	Setor	Poupança Planejada	Investimento Planejado	Crédito (Empréstimos Concedidos)	Débito (Empréstimos Contraídos)	Poupança Financeira
1975	Público	4,0	7,0	0,5	3,5	- 3,0
	Privado	5,0	4,0	2,0	1,0	1,0
	Estrangeiro	2,0	0,0	2,0	0,0	2,0
1976	Público	5,0	8,0	1,0	4,0	- 3,0
	Privado	5,0	5,0	2,0	2,0	0,0
	Estrangeiro	3,0	0,0	3,0	0,0	3,0
1977	Público	6,0	8,0	1,0	3,0	- 2,0
	Privado	5,5	5,5	2,5	2,5	0,0
	Estrangeiro	2,0	0,0	2,0	0,0	2,0
1978	Público	7,0	9,0	1,5	3,5	- 2,0
	Privado	7,0	6,0	4,0	3,0	1,0
	Estrangeiro	1,0	0,0	1,0	0,0	1,0
1979	Público	8,0	10,0	1,5	3,5	- 2,0
	Privado	8,5	7,0	4,5	3,0	1,5
	Estrangeiro	0,5	0,0	0,5	0,0	0,5

3. Planejamento Financeiro

Em vários países a análise e o planejamento financeiros têm desempenhado ultimamente importante papel na elaboração dos planos de desenvolvimento nacional. A análise financeira se coloca em duas categorias. De um lado, têm sido elaborados estudos com base nos fatores que determinam os fenômenos financeiros. Este tipo de análise concentra-se na explicação dos fatores que estabelecem diferenças relativas no porte e qualidade de superestruturas financeiras de diferentes países, em diferentes fases de seu desenvolvimento econômico.

A outra categoria, no campo geral de análise financeira, tem se concentrado nos efeitos de variáveis financeiras sobre variáveis reais. Muitos trabalhos têm sido

desenvolvidos sobre a influência da moeda na atividade econômica ao nível macroeconômico. Entretanto, tem-se atentado relativamente pouco para análises deste tipo ao nível setorial. Neste item, nossa preocupação se volta justamente para este tipo de análise.

Um dos principais problemas enfrentados por técnicos em planejamento econômico numa economia mista é o de assegurar a disponibilidade de financiamento necessário ao programa de investimento planejado. O planejamento financeiro pode ajudar o planejador, no lado real, de duas maneiras distintas: primeiro, fornecendo um meio de se verificar a consistência dos valores macroeconômicos e, segundo, provendo um arcabouço sistemático em que podem ser estudados os canais através dos quais as poupanças fluem para projetos de investimento específicos.

A primeira tarefa do planejador é assegurar que as poupanças planejadas ou previstas se concretizem; a segunda é dirigir estes recursos para os projetos de investimento planejados. É nesta última atividade que o planejamento financeiro pode desempenhar um papel crucial. Assume-se que o planejador financeiro seja dotado de um conjunto numericamente consistente de dados sobre poupança e investimento setoriais, de algum conhecimento sobre a estrutura financeira da economia e de alguns instrumentos de análise. Conhecendo o insumo potencial (poupanças setoriais) e o produto requerido (investimento setorial) do sistema financeiro, sua tarefa é a de testar a viabilidade de produzir este produto a partir do insumo dado e, se viável, assegurar que esta produção seja concretizada.

A abordagem mais simples é subtrair as cifras de poupança setorial dos dados correspondentes sobre investimento. O resultado revela a poupança financeira líquida para cada setor, conforme demonstrado nas Tabelas 1 e 2. (Uma cifra positiva significa uma concessão líquida de empréstimo, e uma cifra negativa implica uma tomada líquida de empréstimo.) A avaliação da viabilidade pode concentrar-se não só nestes dados, como também nas relações correspondentes entre poupanças e investimento, que aparecem na Tabela 3. Estas cifras de poupança financeira e as relações poupança/investimento, decorrentes dos investimentos planejados setoriais e das poupanças previstas, podem ser comparadas à experiência passada. Desvios referentes a níveis e relações do passado proporcionam advertências antecipadas ao planejador sobre possíveis pontos de estrangulamento financeiro.

Segundo essa ótica, o setor mais sensível é o industrial privado. Esta sensibilidade é acentuada em economias pouco desenvolvidas, onde o desenvolvimento do setor industrial embrionário pode ser facilmente ameaçado por estes problemas de financiamento. Se as cifras do plano implicam, como normalmente acontece, que a relação entre poupança e investimento do setor industrial deva decrescer e que as exigências de financiamento externo (isto é, extra-setorial) devam crescer,

surgirá, em primeiro lugar, o problema de se levantar recursos e, posteriormente, o de estimular sua aplicação.

TABELA 3 — Relações entre Poupança e Investimento dos Setores Público, Privado e Estrangeiro

(em bilhões de rúpias)

Ano	Setor	Poupança Planejada	Investimento Planejado	Poupança Financeira	Relação Poupança/ Investimento
1975	Público	4,0	7,0	- 3,0	0,57
	Privado	5,0	4,0	1,0	1,25
	Estrangeiro	2,0	0,0	2,0	∞
1976	Público	5,0	8,0	- 3,0	0,63
	Privado	5,0	5,0	0,0	1,00
	Estrangeiro	3,0	0,0	3,0	∞
1977	Público	6,0	8,0	- 2,0	0,75
	Privado	5,5	5,5	0,0	1,00
	Estrangeiro	2,0	0,0	2,0	∞
1978	Público	7,0	9,0	- 2,0	0,78
	Privado	7,0	6,0	1,0	1,17
	Estrangeiro	1,0	0,0	1,0	∞
1979	Público	8,0	10,0	- 2,0	0,80
	Privado	8,5	7,0	1,5	1,21
	Estrangeiro	0,5	0,0	0,5	∞

Desse raciocínio surge um paradoxo: de um lado, recursos suficientes para um dado setor podem ser normalmente levantados se o preço pago por eles for suficientemente alto; de outro, tal preço poderia dissuadir aqueles que operam neste setor de realizar os projetos de investimento planejados. Mas o problema pode ser solucionado, contanto que tenha sido detectado, pelo uso criterioso de incentivos ao investimento, tais como subsídios e depreciação acelerada, para efeito de imposto.

Faz-se necessário, ainda, o cálculo das magnitudes exatas não só das taxas de juros exigidas para atrair recursos necessários ao setor industrial privado, mas também dos incentivos requeridos para sua plena utilização. A atração de recursos para um dado setor será determinada pelas elasticidades de substituição entre as exigibilidades emitidas por este setor e as emitidas por outros setores, e pela elasticidade-juro da poupança. O investimento será determinado primeiramente por retornos esperados, pelo custo dos recursos e também por variáveis tais como o grau

de auto-financiamento esperado, isto é, a relação entre poupança e investimento e a disponibilidade de créditos a longo prazo. As relações entre poupança e investimento setoriais podem ser parcialmente determinadas pelos retornos sobre exigibilidades financeiras; o controle sobre esses retornos poderia então ser usado para influenciar estas relações.

As diferenças entre as relações poupança/investimento setoriais, calculadas para o período planejado, e as existentes num passado recente indicam o grau em que o sistema financeiro terá que ser manipulado e contornado, ou então, o grau de autonomia que a ele deverá ser concedido para que atue sem qualquer intervenção na realização dos objetivos do plano.

A análise financeira pode ter pouca utilidade adicional no processo de planejamento, a menos que se utilize algum sistema para dirigir os fluxos financeiros através dos quais os setores superavitários transferem seus recursos para os setores deficitários. O sistema ideal é um arcabouço de fluxo de fundos; no entanto, modelos menos abrangentes de contas financeiras podem ser úteis. Dentro deste arcabouço, a análise financeira, comparada com as poupanças financeiras e as relações poupança/investimento, permite um exame bem mais profundo dos problemas de financiamento setorial. Em primeiro lugar, relações poupança/investimento não satisfazem totalmente às necessidades de financiamento externo. Conforme já foi salientado, várias instituições dentro do setor privado podem ser obrigadas a conceder empréstimos ao setor público, sejam elas emprestadores líquidos ou não. Assim, as exigências de financiamento externo para um dado programa de investimento poderiam ser subestimadas por se confiar nas relações poupança/investimento e nos níveis positivos e negativos de poupanças financeiras. Em segundo lugar, os canais de financiamento usados por cada setor não podem ser observados e analisados a partir destas relações ou a partir de dados sobre poupança financeira – a não ser que se tomem por base as contas financeiras.

Uma matriz de crédito/débito extremamente simples é apresentada na Tabela 2. Um outro arcabouço simples para descrever a estrutura de crédito/débito de uma economia seria uma matriz cujas linhas representam empréstimo concedido por instituições financeiras e por mercados financeiros, e cujas colunas definem os setores. Tal arcabouço encontra-se no Quadro 1. Somando horizontalmente obtém-se o empréstimo total através de cada canal e, verticalmente, o total tomado por cada setor. Pode-se construir esta matriz para o passado recente e projetar os dados envolvidos para o período de planejamento; mudanças drásticas indicarão a ocorrência provável de problemas financeiros. As medidas para evitar ou atenuar estes problemas podem então ser adotadas antecipadamente.

QUADRO 1 – Matriz Simples de Crédito/Débito

Instituições e Mercado Financeiro	Setores						
	Governo Geral	Empresas Estatais	Empresas Privadas	Agricultura	Setor Família	Países Estrangeiros	Total de Empréstimo Concedido
Banco Central							
Banco de Investimento Estatal							
Bancos Comerciais Públicos							
Instituições de Previdência Social							
Companhias de Seguro							
Bancos Comerciais Privados							
Mercado de Debêntures							
Total de Empréstimo Tomado							

Uma desvantagem desta matriz simples de crédito/débito é que ela fornece informação sobre apenas um lado do balanço de cada grupo: o lado do Passivo para os setores, e o lado do Ativo para as instituições financeiras. Isto pode ser superado pela matriz de crédito/débito ampliada, tal como ilustrado no Quadro 2. Assim, somando horizontalmente, temos o total de empréstimo concedido, e, verticalmente, o total de empréstimo tomado. Como setores reais e instituições financeiras aparecem uma vez como credor e uma vez como devedor, pode-se observar atividades tanto do lado do Ativo quanto do Passivo do balanço.

QUADRO 2 – Matriz Ampliada de Crédito/Débito

Especificações	Instituições Financeiras						Setores Reais						Total de Empréstimo Concedido
	A	B	C	D	E	F	U	V	W	X	Y	Z	
Instituições Financeiras													
A													
B													
C													
D													
E													
F													
Setores Reais													
U													
V													
W													
X													
Y													
Z													
Total de Empréstimo Tomado													

Uma outra desvantagem das versões simples e ampliada da matriz de crédito/débito reside no fato de não serem discriminados os tipos de exigibilidades financeiras. Para se chegar a esta informação é necessário lançar mão dos fluxos de fundos ou dos balanços setoriais. Dentro deste arcabouço, pode-se considerar que a poupança de um setor flui parcialmente para seus próprios projetos de investimento e parcialmente para uma carteira de ativos financeiros. Da mesma forma, pode-se observar a configuração completa dos empréstimos recebidos por um dado setor, tanto para investimento, quanto para compra de ativos financeiros. Este arcabouço encontra-se no Quadro 3.

QUADRO 3 – Balanços Setoriais

	Demonstrativos Contábeis do Setor (n)	Demonstrativos de Exigibilidades (m)	Ativos Reais	Totais das Linhas
Demonstrativos Contábeis do Setor (n)		A_{jk}	e_j	w_j
Demonstrativos de Exigibilidades (m)	L'_{jk}			l_k
Poupança Acumulada	z'_j			q
Totais das Colunas	x'_j	a'_k	p	

A_{jk}, a'_k – ativos financeiros

L'_{jk}, l_k – passivo financeiro

e_j – ativos reais

z'_j – poupança acumulada (patrimônio líquido)

Este Quadro requer alguns esclarecimentos. É apresentado nesta forma por ser utilizado novamente no item seguinte quando descrevemos modelos do sistema financeiro. A_{jk} representa o lado do Ativo do balanço e consiste em linhas n e colunas m. Trata-se, na verdade, de um retângulo com cinco linhas representando cinco setores na economia e 10 colunas, uma para cada 10 exigibilidades financeiras existentes neste país hipotético. Pode-se verificar então o montante de qualquer ativo financeiro específico possuído por cada setor. Exatamente a mesma explicação pode ser dada para a matriz do Passivo, L'_{jk}, exceto que desta vez as colunas representam os setores, e as linhas, as exigibilidades. Em outras palavras, o retângulo foi inclinado para o lado. e_j é um vetor que representa as carteiras de ativos reais para cada setor. Se as linhas na matriz A_{jk} e as carteiras de ativos reais para cada setor forem somadas, obtêm-se as carteiras de ativos totais para cada setor, as quais são representadas pelo vetor w_j. A partir de princípios contábeis simples, o Ativo se iguala ao Passivo mais o Patrimônio Líquido. Portanto, se os passivos totais para cada setor, isto é, a soma das colunas na matriz L'_{jk}, e a posição total de ativos de cada setor, w_j, que deve ser idêntica a X', forem conhecidas, pode-se então derivar o Patrimônio Líquido, ou poupança acumulada, para cada setor $z'j$.

Os vetores a'_k e l_k são também idênticos, representando totais de cada tipo específico de exigibilidade, e devem ser idênticos simplesmente porque o ativo financeiro de um indivíduo é necessariamente o passivo de outro. (O capital acionário é usualmente tratado como Passivo da empresa que o emite, embora a rigor isto não seja correto.)

Do ponto de vista do planejador financeiro, a utilidade das contas financeiras reside na possibilidade de se determinar as implicações da poupança e do investimento planejados sobre os mercados financeiros. De certa maneira, o financiamento pode ser imaginado como um rio de poupanças fluindo através de um delta para um mar de investimentos. O delta, representando instituições e mercados financeiros, é complexo e volátil. O fluxo do rio é amplamente determinado de forma exógena; no entanto, mudanças nos braços do delta afetarão aqueles que vivem nas margens, isto é, os tomadores, os poupadores e os intermediários financeiros. Conforme ocorre com as relações poupança/investimento e com a matriz de crédito/débito, as configurações dos fluxos financeiros no passado podem ser comparadas às configurações no período planejado, partindo-se dos balanços setoriais. Divergências significantes vão servir novamente de advertência ao planejador quanto a possíveis problemas.

4. Modelos do Sistema Financeiro

O planejamento financeiro baseado ou na matriz simples ou na ampliada de crédito/débito utiliza postulados de comportamento extremamente simples para construir modelos do sistema financeiro. A suposição simplificadora básica é a de que as proporções de recursos obtidos de cada fonte permanecem constantes. Também pode-se supor alternativamente que os recursos de cada fonte são distribuídos em proporções constantes entre os setores. Baseando-se na primeira suposição, os recursos totais exigidos de cada fonte podem ser calculados a partir dos planos de investimento setoriais, usando-se a matriz na qual as proporções foram registradas. Com base na segunda suposição, pode-se determinar o investimento setorial em decorrência de uma dada previsão dos totais de recursos disponíveis em cada fonte e da matriz de proporção relevante.

Os modelos do sistema financeiro baseados nas estruturas de fluxo de fundos ou de balanço mais elaboradas têm tendido a ser consideravelmente menos formais; projeções setoriais das magnitudes de estoques ou de fluxos são geralmente feitas para cada setor em separado, e só então harmonizadas para assegurar coerência numa base *ad hoc*. É compreensível o fato de os sistemas mais simples centralizarem-se em modelos mais formais do que as estruturas mais elaboradas: estas requerem modelos mais elaborados. No entanto, a utilização de estruturas mais elaboradas geralmente resulta na manipulação cada vez mais difícil de grande quantidade de dados. Estes se tornam mais difíceis de serem manipulados numa base *ad hoc*; a necessidade de se ter um modelo formal é maior, e não o oposto. Este item volta-se, portanto, para modelos de tais estruturas.

Os modelos baseados em estruturas de contabilidade financeira que poderiam ser usados juntamente com o planejamento financeiro dividem-se em duas categorias. O primeiro tipo é similar ao modelo de insumo/produto de Leontief, pois baseia-se na suposição da não-substitutabilidade, da mesma maneira que aqueles descritos anteriormente para a matriz crédito/débito. Existem várias versões do modelo de Leontief consideradas úteis no planejamento do lado real. Da mesma maneira, existem inúmeras versões do modelo financeiro de insumo/produto de aplicação viável.

A primeira versão do modelo de insumo/produto fundamenta-se nas suposições de que as proporções de cada ativo setorial são funções constantes ou funções lineares de tempo, e de que o passivo da carteira de exigíveis de cada setor tem suas proporções determinadas da mesma maneira. A partir destas suposições, consideradas juntamente com os dados necessários para estimar estas proporções e os dados sobre investimentos setoriais para o ano em questão, podem-se construir os balanços setoriais completos.

A segunda versão do modelo opõe-se à primeira. As suposições são de que as proporções dos ativos de cada carteira de ativos do setor e as proporções de emissões setoriais de cada exigibilidade são funções constantes ou lineares de tempo, ocorrendo o mesmo para as proporções de emissões setoriais de cada exigibilidade. Para construir os balanços setoriais são necessários dados sobre poupanças setoriais, e não sobre investimentos setoriais.

A terceira versão parte da suposição de que as proporções de ativos e passivos nas carteiras de ativos e exigibilidades de cada setor são também funções ou constantes ou lineares de tempo. Entretanto, admite-se, além disso, que cada proporção de ativo está sujeita a dois efeitos:

a) Efeito de substituição financeira: quando um ativo se torna relativamente atrativo, ocorre sua substituição por outros ativos financeiros. Supõe-se que a atratividade relativa de ativos varie igualmente em cada setor, e que cada setor tenha as mesmas elasticidades de substituição por um dado ativo. Assim, as proporções deste ativo em cada setor podem ser modificadas pelo mesmo multiplicador financeiro de substituição. Deve-se notar que este efeito de substituição não está relacionado a qualquer mudança observável no preço ou na taxa de juros; tal efeito se faz necessário para assegurar a consistência dos balanços.

b) Efeito de substituição de ativo real: uma carteira de ativos reais pode s tornar relativamente atrativa para qualquer setor específico, se comparad com a dos ativos financeiros. Assim, admitindo-se idênticas elasticidade de substituição entre todos os ativos financeiros e reais, as proporções d todos os ativos financeiros em qualquer setor podem ser ajustadas pel multiplicador de substituição do ativo real.

A técnica matemática envolvida no cálculo desta versão foi originalmente d senvolvida para mudar coeficientes no modelo de Leontief. Na elaboração de bala ços setoriais a partir desta versão do modelo são necessárias matrizes de proporçõ e poupanças setoriais.

Finalmente, a quarta versão baseia-se nas mesmas suposições da terceira, m apresenta os dois efeitos de substituição operando nas carteiras de exigibilidades não nas de ativos. Neste caso, são necessários dados sobre investimentos setoria e não sobre poupança para a construção dos balanços.

Se um dado balanço anual for subtraído do balanço do ano anterior, v riações nas exigibilidades mais as poupanças do ano serão comparadas às mudanç em ativos financeiros acrescidas do investimento anual. Assim, se os modelos q exigem dados sobre poupança setorial forem usados, serão geradas cifras decorre tes de investimento. Os investimentos setoriais derivados provavelmente não coin dirão com o programa planejado de investimento. O padrão de fluxos financei através dos quais a poupança é canalizada para o investimento pode agora ser e minado com o objetivo de se estimar as possibilidades de manipular o sistema p que o programa de investimento planejado seja cumprido. Este processo é essenci mente uma questão de se alterar os coeficientes financeiros das matrizes de mane tal que o programa de investimento planejado realmente se realize quando os mod los são desenvolvidos com o uso dos dados previstos de poupança setorial. Do m mo modo, este exercício pode ser empreendido com os modelos que utilizam dad setoriais de investimento planejado; a manipulação dos coeficientes financeiros s normalmente necessária antes da emergência dos dados sobre poupança prevista planejada.

Se for possível estimar os custos de alteração dos elementos, podem-se p mover mudanças de modo a minimizá-los. Isto introduz o problema de se deci quais os custos que deveriam ser minimizados. Existem três grupos envolvidos: p padores, investidores e Autoridades Monetárias, ou de planejamento. Para os pou dores, os custos poderiam tomar forma de taxas de juros mais baixas ou menor segurança; para os investidores, de taxas mais altas e/ou empréstimos a p zos mais curtos; e, para as Autoridades Monetárias, de efeitos sobre o nível da manda agregada, o que poderia resultar em desemprego, inflação, ou custos adi nais para evitar tais flutuações.

Uma simples ampliação dos modelos de insumo/produto supradescritos reside na possibilidade de introduzir valores predeterminados de alguns elementos. Por exemplo, se o crescimento na oferta monetária tiver sido planejado, estes dados poderão ser inseridos nas matrizes antes de o modelo ser aplicado. Surgirá ainda um conjunto consistente de balanços setoriais. Cabe agora uma advertência: se conferirmos a muitas variáveis valores predeterminados, o modelo pode se tornar superdeterminado.

A segunda categoria de modelos financeiros se insere na de modelos de equilíbrio geral. Para usar um modelo de equilíbrio geral são necessários dados sobre todas as elasticidades-juros e elasticidades cruzadas para cada ativo e passivo. Supondo-se que poupança e investimento sejam insensíveis a taxas de juros, concluir-se-á que um sistema de equações pode ser estabelecido com o número de variáveis desconhecidas igual ao número de equações. Resolvidas simultaneamente, surge então um padrão de equilíbrio de finanças que satisfaz exatamente às identidades do balanço e permite a realização tanto dos planos de poupança quanto de investimento.

O modelo de equilíbrio de taxas de juros poderia parecer irreal. Isto seria o resultado da natureza irreal da suposição de que tanto poupança quanto investimento sejam insensíveis a taxas de juros. Estas "peculiaridades" no modelo de taxas de juros poderiam perfeitamente implicar que as projeções reais fossem irreais ou inviáveis. Caso se admitisse que, do lado das **fontes**, os custos marginais da obtenção de recursos através de tomada de empréstimos e de poupança fossem igualados, e que, do lado dos **usos**, os retornos marginais da utilização de recursos para aquisição de ativos financeiros e reais fossem também igualados (ambas as suposições implícitas em um modelo de equilíbrio geral completo), qualquer estrutura de taxa de juros afetaria os planos de investimento e poupança; o *feedback* das projeções financeiras para as reais seria crucial.

Em termos de objetivos de planejamento, a essência desse tipo de modelo de equilíbrio geral reside no fato de que qualquer programa de investimento planejado pode ser financiado por qualquer distribuição prevista de poupança sem a necessidade de intervenção das Autoridades Monetárias nos mercados financeiros, desde que estes mercados tenham autonomia para buscar seus próprios níveis de equilíbrio de taxas de juros. Isto não implica, entretanto, que as Autoridades não necessitem de intervir em qualquer nível. Será necessário determinar precisamente qual o investimento que será ou não empreendido; os recursos necessários estarão sempre disponíveis, independentemente do modelo de poupança setorial esperado.

Esta conclusão parece um tanto irrealística. Por essa razão, as suposições do modelo devem ser examinadas mais detidamente. Para um setor empreender **qualquer** plano específico de investimento, permanecendo constante seu nível de poupança,

deve ter uma habilidade ilimitada de acumular passivos financeiros. Dentro de um limite razoável, esta suposição pode ser aceitável, dada a condição de que os custos de acumulação adicional de exigibilidades podem começar a crescer acentuadamente em algum ponto. É nesse dado momento que a viabilidade dos planos de investimento se torna questionável.

Do outro lado da mesma moeda está a suposição implícita de que outros setores aceitarão, direta ou indiretamente, uma quantidade ilimitada de ativos financeiros fornecidos por qualquer setor deficitário. Entretanto, pode-se alcançar um determinado ponto no qual a validade desta suposição tenha que ser questionada.

Um pequeno contraste entre os dois tipos de modelos financeiros pode esclarecer os pontos de vista discutidos. A abordagem insumo/produto sugere que a intervenção nos mercados financeiros será normalmente necessária para assegurar a concretização de um programa de investimento planejado se se espera que parte do programa seja empreendida pelo setor privado por seu livre arbítrio. O modelo de equilíbrio geral, no entanto, mostra não ser necessária qualquer intervenção nos mercados financeiros, contanto que todos os investimentos planejados sejam controlados pelas autoridades de planejamento. Ambas as abordagens partem da premissa básica de que o investimento total planejado iguala a poupança planejada ou prevista.

Na prática, as autoridades de planejamento podem decidir que a melhor política é uma combinação de intervenção nos mercados financeiros – visando dirigir fundos para projetos de investimento planejado – com medidas diretas para estimulá-lo, desencorajando o investimento não-planejado. A intervenção nos mercados financeiros poderia ocorrer sob a forma de fixação de taxas de juros máximas e de tentativas para controlar o conseqüente processo de racionamento. Os incentivos para o investimento planejado poderiam tomar a forma de isenção de impostos, concessões e privilégios que assegurem o câmbio exterior; poder-se-iam determinar controles sobre licenças para limitar o investimento não-planejado. Um modelo que abrangesse aspectos de ambos os tipos discutidos poderia, portanto, consistir numa melhor aproximação à realidade do que um ou outro em sua forma original. Entretanto, deve-se salientar finalmente que, mesmo em economias desenvolvidas, existem problemas práticos ainda não superados de disponibilidade de dados para o modelo de equilíbrio geral.

Sugeriu-se anteriormente que as relações poupança/investimento poderiam ser enganosas. Questões importantes que não podem ser respondidas com o uso de tais relações são: O que ocorrerá se a poupança ou investimento de um determinado setor mudar? Como será financiado o investimento adicional na ausência de controles diretos? Como será mantida a poupança adicional em circunstâncias similares?

Estas questões, no entanto, podem ser respondidas com os modelos financeiros já descritos. Obtém-se um quadro mais claro desenvolvendo os modelos primeiramente com os dados originais, e, em segundo lugar, com uma mudança simulada nestes dados. Subtraindo-se um conjunto de resultados do outro aparecem claramente as mudanças nos fluxos financeiros. Efetuando-se estas mudanças nos vetores de poupança e investimento, os efeitos de uma mudança, quer em poupança quer em investimento, em qualquer setor específico, podem ter suas origens diretamente nos mercados financeiros e, em última instância, nas mudanças decorrentes de investimento neste e em todos os outros setores. Uma alteração no padrão de investimento na primeira e quarta versões do modelo financeiro de insumo/produto revelará as mudanças financeiras resultantes e as mudanças necessárias na poupança setorial. Os efeitos das mudanças no padrão de poupança podem ser compreendidos de uma maneira idêntica às da segunda e terceira versões do modelo.

Em termos de análise de renda Keynesiana, o exercício de simulação equivale a mudar as funções de investimento e poupança para cima e para a esquerda, respectivamente. Este exercício vai além da análise Keynesiana, uma vez que define a maneira precisa segundo a qual poupanças adicionais fluem através dos canais financeiros para financiar o investimento extra. Tais fluxos podem ser bastante indiretos e provocar um certo número de ajustamentos secundários em outros setores.

Do ponto de vista da autoridade de planejamento, o valor desta abordagem está no fato de que o âmbito para controlar poupança e/ou investimento setoriais pode ser avaliado. Por exemplo, se se espera uma redução do investimento no setor família, o grau de expectativa de que medidas financeiras alcançarão um resultado desejado pode ser avaliado com precisão bem maior se a proporção de poupança fluindo através do sistema financeiro, em várias formas, puder ser estimada.

Talvez a maioria das autoridades de planejamento julgue mais útil o processo oposto. Uma vez estimadas as mudanças em poupança setorial, os investimentos correspondentes surgem. Conhecendo-se a extensão do fluxo de poupança através do sistema financeiro, pode-se determinar a eficácia dos controles financeiros para alcançar os padrões desejados de investimento. Quando as medidas financeiras forem insuficientes, pode-se optar por medidas fiscais ou diretas.

5. Políticas de Taxas de Juros

Um importante aspecto das recentes reformas econômicas efetuadas na Europa Oriental tem sido a modificação e, em alguns casos, a eliminação da setorização planejada de mercados de crédito. No antigo sistema, as taxas de juros não só foram mantidas abaixo dos seus níveis de equilíbrio, mas também diferenciadas segundo critérios extra-mercado. Na Hungria, por exemplo, as taxas de juros sobre emprés-

timos de um mesmo prazo com margens de risco idênticas variavam de 0,5% a 18%. Julgou-se que tais políticas apresentavam dois defeitos básicos: primeiro, que os custos de oportunidade para atividades econômicas alternativas tornam-se difíceis de comparar; e segundo, que taxas de juros baixas podem se tornar um baluarte de defesa contra a inflação, sendo portanto difíceis de serem aumentadas quando tal ação é considerada adequada para o propósito de desestimular ou punir atividades específicas. Isto poderia parecer estranho, uma vez que um aumento nas taxas de juros, como parte de uma política monetária de restrição, seria deflacionário de acordo com a teoria Keynesiana. Entretanto, identifica-se, no momento, uma situação em que um aumento nas taxas de juros não necessariamente reduziria a demanda por fundos em um sistema de racionamento que não se dê através do sistema de preços. Por outro lado, aumentaria a oferta e os custos, os quais poderiam provocar um aumento de preços. Formas mais diretas de subsídios de investimento ou impostos permitem cálculos mais fáceis dos custos de oportunidade comparativos e de sua aplicação a projetos de investimento específicos. A última vantagem é particularmente importante num país onde a implementação de uma política de crédito tem que operar parcialmente através de instituições financeiras privadas.

A escolha entre políticas alternativas depende da resposta à seguinte questão: neste mercado específico o problema de alocação é mais eficientemente resolvido por um sistema de preços não regulados ou por um sistema de racionamento fora do sistema de preços? Supondo-se que o objetivo é maximizar a taxa de crescimento, pode-se começar com a observação de que mesmo que todas as outras indústrias fossem competitivas e todos os custos e benefícios sociais igualassem custos e benefícios privados, o estabelecimento de um sistema bancário competitivo livre não resultaria num ótimo de Pareto, desde que a moeda fosse emitida por um banco central monopolista. Os custos privados de manter a moeda (os juros que se deixa de ganhar — custos de oportunidade) excederão o custo social de produzi-la. A livre competição no sistema bancário, tornando iguais o custo social e o privado da manutenção de depósitos, tenderia a produzir uma superalocação de recursos socialmente não-ótima para a provisão de moeda sob forma de depósitos e uma subalocação de recursos para a provisão de papel-moeda. Mesmo que este aspecto pudesse ser ignorado, a competição ilimitada entre os bancos tem conduzido historicamente à concentração e, portanto, a uma situação de mercado não-competitivo. Desta maneira, há um argumento em favor do controle de taxas de juros sobre depósitos bancários, isto é, a fixação de taxas máximas abaixo da taxa de equilíbrio para que a relação entre papel-moeda em poder do público e depósitos cresça de modo a aproximar a relação que existiria caso os custos privados de manter a moeda igualassem os custos sociais de produzi-la.

Se ao menos em um setor, que não o bancário, uma das seguintes condições aparece:

a) o mercado não está operando em competição perfeita;

b) a preferência temporal da sociedade difere da preferência temporal privada; e

c) retornos sociais não igualam retornos privados;

então uma política voltada para a fixação da taxa de juros abaixo da taxa de mercado e para o racionamento eficiente do crédito poderia resultar numa alocação de recursos mais eficiente do que uma situação de competição não-regulada por recursos.

No primeiro caso, o racionamento do crédito pode ser usado para combater o poder do monopólio dentro de uma indústria e para igualar os retornos entre as indústrias. Ambos implicam o uso do racionamento para canalizar mais recursos às indústrias que operam em condições de competição imperfeita do que seriam por elas absorvidos em um mercado de taxas de juros livres.

No segundo caso, uma taxa de juros mais baixa aumenta o valor atual de fluxos de renda futura, quanto mais longe no futuro estiver a renda. Assim, na medida em que a taxa de juros é reduzida, os projetos de investimento de prazos mais longos se tornam relativamente mais atrativos do que os de prazos mais curtos. O estímulo aos projetos de investimento de longo prazo, *vis-à-vis* os de curto prazo, é o resultado esperado de uma queda na preferência temporal privada. A taxa de juros pode ser reduzida até que os empresários estejam executando os mesmos tipos de investimento que seriam empreendidos caso a preferência temporal privada tivesse sido reduzida ao nível da preferência temporal da sociedade.

Finalmente, em indústrias onde retornos sociais são mais altos que os retornos privados, pode-se alocar maior volume de crédito do que seria demandado em um mercado de taxas de juros livres, aumentando, desta forma, a produção para o nível que teria sido atingido caso os retornos privados tivessem sido tão altos quanto os retornos sociais. Similarmente, quando os retornos privados são mais altos do que retornos sociais, pode-se alocar um volume de crédito menor que o que seria tomado em condições competitivas.

Antes de decidir adotar tal política, entretanto, certas desvantagens devem ser avaliadas frente às vantagens potenciais. O primeiro problema se refere ao estabelecimento de tetos legais relativos a taxas de juros. As instituições financeiras privadas podem geralmente evitar tais controles com a maior facilidade, desde que tal procedimento seja do interesse de ambas as partes. Todavia, as instituições financeiras privadas não terão motivo algum para conceder empréstimos a taxas reduzidas àqueles setores designados como prioritários, por uma das razões já citadas, a menos que sejam compensadas pelas Autoridades Monetárias, que deverão também persua-

di-las a emprestar as quantias certas para cada setor. Uma solução para a adminis tração de tal política de taxas de juros setoriais seria nacionalizar todo sistema fi nanceiro. Qualquer outro método parece se deparar com problemas quase insupe ráveis de política.

Um outro problema diz respeito à criação de um mercado de crédito dicoto mizado. De um lado, estará o sistema operando através de instituições financeira concedendo empréstimos a taxas abaixo do mercado. Neste caso há menos estímu lo para o uso mais econômico de recursos obtidos através do sistema financeir do que haveria em um mercado de taxas livres mais altas. De outro lado, existirã taxas de juros altas em mercados de crédito "desorganizados" ou não-institucionai (para ser mais preciso, muitos desses mercados são de fato altamente organizados) parcialmente resultantes do excesso de absorção de recursos por tomadores no me cado institucional. Há o perigo de, na prática, o volume dos recursos concedidos taxas de juros subsidiadas dirigir-se ao setor público, sufocando freqüentemente inovação do setor privado. Quando o volume de recursos é alocado de modo extra vagante a tomadores especialmente favorecidos, o restante dos limitados recurso pode apenas satisfazer às necessidades de emergência, e aos tomadores margina que puderem pagar taxas altas por uma razão ou por outra, mas que provavelment não tomarão emprestado para um investimento não-especulativo ou produtiv

Em terceiro lugar, baixar taxas de juros de empréstimos implicaria reduzir taxas oferecidas aos emprestadores, supondo-se que o sistema financeiro esteja op rando em competição perfeita. Poder-se-ia esperar que o volume de empréstim deste tipo diminuísse sob tais circunstâncias – embora os recursos disponíveis po sam ser alocados mais eficientemente em um sistema de racionamento do que e um sistema de fixação de preços – de modo a haver *ceteris paribus* um menor vol me de recursos a alocar. Provocar uma baixa na estrutura de taxa de juros poder acarretar vantagens marginais na forma de maiores poderes para direcionar recurso mas também ocasionaria desvantagens marginais de se ter um volume cada v menor de fundos para alocar. Em condição ótima, a taxa de juros deve ser fixada n ponto em que os benefícios marginais igualam os custos marginais. Os primeir podem ser medidos com base nas estimativas de crescimento econômico crescent ou nos resultados da realização do Plano, na forma de um crescente poder de al cação. Os custos marginais podem ser medidos através de uma comparação ent retornos sobre recursos no sistema financeiro e retornos sobre fundos dele reti dos, juntamente com outros custos de racionamento.

De um lado, os recursos concedidos pelo sistema bancário podem ser man dos sob a forma de notas bancárias. Neste caso não há custo: o banco central po utilizar instrumentos normais de política monetária de modo a assegurar que o s tema bancário possa conceder um volume de crédito à taxa de juros mais ba

que seja idêntico ao que foi concedido à taxa mais alta. Assim, nenhuma pressão inflacionária resultaria.

De outro lado, se estes fundos fossem usados para gastos de consumo, qualquer política monetária designada a manter as capacidades de empréstimo do sistema financeiro seria inflacionária. Uma função-custo incluiria então a diferença nos retornos sociais sobre investimento e consumo ajustados por um fator de política monetária que poderia causar um aumento em investimento às custas de uma certa taxa de inflação. Pode-se analisar de maneira similar uma outra alternativa na qual fundos retirados do sistema financeiro são investidos em projetos que podem não ser tão socialmente produtivos (por exemplo: edifícios de apartamentos luxuosos) quanto projetos financiados através de fundos racionados do sistema financeiro.

Estes fundos podem ser dirigidos para tais projetos via mercados de crédito não-institucionais. Existe discordância quanto à eficiência de tais mercados. De um lado, observadores têm salientado que emprestadores locais podem avaliar as condições de crédito de modo muito mais eficaz do que instituições financeiras situadas a alguma distância das cidades. As altas taxas de juros cobradas pelos emprestadores locais são resultado da escassez de fundos e do elemento de risco inevitavelmente alto, de acordo com esta versão. Portanto, uma maneira de reduzir estas taxas seria usar tais indivíduos como as raízes do sistema financeiro e emprestar-lhes fundos para que eles então pudessem reemprestar. De outro lado, o emprestador local freqüentemente mantém uma posição monopolista, e por esta razão pode cobrar taxas extorsivas. Além disso, suas atividades tendem a aumentar o consumo ao invés dos investimentos, já que tais empréstimos simplesmente desviam a poupança de um indivíduo para o consumo de outro. Há pouca evidência a indicar que tomadas de empréstimos substanciais desta fonte dirigem-se para gastos com investimento produtivo. É discutível se isto ocorreria, caso maior volume de recursos estivesse disponível a taxas de juros reduzidas.

Um problema ligado à fixação de taxas de juros máximas é determinar quais as taxas a serem fixadas em tetos máximos. Uma solução comumente adotada é fixar todas as taxas institucionais. A maior desvantagem de tal prática é que é extremamente difícil decidir que diferencial deveria haver entre taxas sobre tomada de empréstimo e sobre concessão de empréstimo. Acreditando-se que inadimplências no sistema financeiro deveriam ser evitadas a todo custo para manter a confiabilidade – tão necessária para a mobilização de poupança em investimento através do sistema – podem-se estabelecer diferenciais supergenerosamente. Isto pode resultar em competição supérflua sem envolver preços e operações ineficientes no setor financeiro. Uma alternativa óbvia seria fixar taxas sobre empréstimos, deixando que taxas de depósito fossem livremente determinadas pelas forças do mercado. Se estas taxas fossem determinadas competitivamente, seria imediatamente criado um considerável incentivo para maior eficiência dentro do sistema financeiro. As taxas de

empréstimo poderiam ser manipuladas como anteriormente, e as taxas de depósito progrediriam em harmonia; os diferenciais cobririam custos de operação eficiente e lucros normais.

Até agora não se mencionaram quaisquer dos métodos tradicionais ocidentais de manipulação de taxas de juros. Embora operações de mercado aberto com Letras do Tesouro não sejam viáveis em um país menos desenvolvido, a oferta monetária pode ser influenciada através do redesconto e das atividades de empréstimo públicas do banco central. Poderia ser possível, portanto, reduzir a taxa de juros aumentando a quantidade de moeda, se a teoria de preferência pela liquidez tiver alguma validade em tais países.

O principal contra-argumento a esta abordagem é o de que se pode apenas esperar que a política monetária produza efeitos marginais sobre taxas de juros se se pretende que o desemprego ou a inflação sejam mantidos dentro de limites razoáveis. É improvável que se atinja a taxa de juros ótima para propósitos de desenvolvimento através do emprego de política monetária tradicional, na maioria dos países menos desenvolvidos, sem a concomitante presença da inflação excessiva. Se a inflação for prevista, o aumento na oferta monetária pode perfeitamente resultar em um aumento nas taxas nominais. Também não se pode ignorar o efeito direto de um aumento na oferta monetária ao nível da demanda no mercado de produtos.

As duas alternativas viáveis para os tipos de políticas de investimento e crédito já descritas parecem ser ou um sistema financeiro nacionalizado ou a implementação de planos de investimento setoriais pelo recurso a financiamento direto para investimento, e subsídios que poderiam ser aplicados a projetos específicos, de supervisão muito mais fácil.

A vantagem de um sistema bancário nacionalizado consiste no fato de que planos para magnitudes exatas de crédito, para setores individuais, podem ser implementados através de simples decisão administrativa. São duas as maiores desvantagens: *a*) pode ocorrer o reempréstimo fora do sistema financeiro, e é muito provável que ocorra; e *b*) tal sistema seria altamente tendencioso à inércia e inflexibilidade burocrática. Por outro lado, o subsídio direto aumenta o desejo daqueles que podem dele usufruir de competir por empréstimos bancários escassos, estimulando assim o investimento onde ele é demandado. Todavia, tal subsídio não evita o desenvolvimento espontâneo de áreas de atividades novas e não-planejadas, na medida em que o crédito bancário ainda se encontra disponível a todos que tenham programas economicamente viáveis que poderiam se tornar, ainda que seja imprevisível no momento, partes vitais dos programas de desenvolvimento futuros. Será necessário repetir aqui que a inovação constitui a chave mestra tanto para o desenvolvimento econômico geral quanto para o negócio bem sucedido? Seria um tanto difícil estabelecer um "Setor Inovador" a ser financiado por um "Banco Inovador" nacionalizado, solução necessária na alternativa de um sistema bancário especializado e nacionalizado.

Numa conclusão mais geral, poder-se-ia sugerir que desde que a aparente necessidade de políticas de investimento e crédito setoriais surge com origem nas imperfeições reconhecidas de mercado, a única solução viável de mais longo prazo reside no aperfeiçoamento dos mecanismos de mercado. Identifica-se aqui um papel ativo, não somente para as Autoridades Monetárias, mas também para os outros organismos oficiais preocupados com o desenvolvimento econômico, no sentido de abolir restrições existentes ao desempenho alocativo eficiente do mercado livre. O objetivo é simplesmente assegurar que o preço, em qualquer lugar e em qualquer circunstância, reflita a verdadeira escassez econômica para a sociedade como um todo.

APÊNDICE

UMA APRESENTAÇÃO MATEMÁTICA DO MODELO FINANCEIRO DE INSUMO/PRODUTO

Os modelos financeiros de insumo/produto foram ilustrados em termos das matrizes de balanço apresentadas na Tabela 6. A partir desta tabela pode-se derivar um determinado número de identidades contábeis:

$$w_j \equiv x_j$$

$$l_k \equiv a_k$$

$$p \equiv q.$$

A primeira versão do modelo é constituída, definindo-se duas novas matrizes:

$$A^{**}_{jk} = A_{jk}\,\hat{a}_k^{-1}$$

$$L'^{*}_{jk} = L'_{jk}\,\hat{x}_j^{-1}\ .$$

As relações

$$w_j = A^{**}_{jk}\,a_k + e_j$$

$$l_k = L'^{*}_{jk}\,x_j\ ,$$

que podem ser verificadas a partir do Quadro 3 são agora utilizadas para produzir as seguintes equações:

$$w_j = A^{**}_{jk} L'^{*}_{jk} w_j + e_j = (I_{jj} - A^{**}_{jk} L'^{*}_{jk})^{-1} e_j$$

$$l_k = L'^{*}_{jk} (I_{jj} - A^{**}_{jk} L'^{*}_{jk})^{-1} e_j = (I_{kk} - L'^{*}_{jk} A^{**}_{jk})^{-1} L'^{*}_{jk} e_j .$$

Assim, dados A^{**}_{jk}, L'_{jk} e e_j, pode-se reconstruir todo o balanço.

A segunda versão do modelo é o inverso da primeira. Duas matrizes novas

$$L^{**}_{jk} = L_{jk} \hat{l}_k^{-1}$$

$$A'^{*}_{jk} = A'_{jk} \hat{w}_j^{-1}$$

são usadas nas seguintes equações:

$$x_j = (I_{jj} - L^{**}_{jk} A'^{*}_{jk})^{-1} z_j$$

$$a_k = (I_{kk} - A'^{*}_{jk} L^{**}_{jk})^{-1} A'^{*}_{jk} z_j ,$$

a partir das quais os balanços podem ser novamente construídos, contanto que A'^{*}_{jk}; L^{**}_{jk}; z_j sejam conhecidos.

A terceira versão pode ser representada algebricamente depois de as seguintes equações terem sido derivadas e algumas novas variáveis definidas:

$$k_j = (i - L^{*}_{jk} i)$$

$$x_j = z_j \hat{k}_j^{-1}$$

$$L'_{jk} = L'^{*}_{jk} \hat{x}_j$$

$$l_k = L'^{*}_{jk} x_j .$$

Dadas as seguintes identidades,

$$w_j \equiv x_j$$

$$a_k \equiv l_k ,$$

a matriz de ativos pode ser ajustada para satisfazer estas restrições de identidade. A nova matriz pode se expressa como sendo:

$$A^{**}_{jk} 0 = \hat{r}_j A^{*}_{jk} \hat{s}_k ,$$

onde r_j e s_k são determinados a partir do seguinte conjunto de relações:

$$d_j = w_j - e_j$$

$$d_j = \hat{r}_j (A_{jk} \hat{w}_j) s_k$$

$$a'_k = r'_j (A^{*}_{jk} \hat{w}_j) \hat{s}_k .$$

Segue-se então que:

$$A'_{jk} = A'^{*}_{jk} 0 \hat{w}_j .$$

A versão final usa as mesmas suposições que a terceira, mas tem os dois efeitos de substituição operando sobre a matriz de exigibilidades. $L'^{*}_{jk} 0$ é calculado da mesma forma que $A^{*}_{jk} 0$, ou seja,

$$L^{*}_{jk} 0 = \hat{r}_j L^{*}_{jk} \hat{s}_k ,$$

onde r_j e s_k são determinados a partir das equações:

$$d_j = \hat{x}_j - z_j$$

$$d_j = \hat{r}_j (L_{jk} \hat{x}_j) s_k$$

$$l'_k = r'_j (L^{*}_{jk} \hat{x}_j) \hat{s}_k ,$$

e segue-se que:

$$L'_{jk} = L'^{*}_{jk} 0 \hat{x}_j .$$

BIBLIOGRAFIA

1 BERNSTEIN, E.M. Financial problems of underdeveloped countries: general problems of financing development programs. *The Journal of Finance*, New York, The American Finance Association, v. 12, n. 2, May 1957.

2 DESAI, P. Fiscal and monetary equilibrium in the formulation of national plans. *Economia Internazionale*, Genoa, Instituto di Economia Internazionale, Aug. 1968.

3 DIMITRIJEUIC, D. The use of flow-of-funds accounts in monetary planning in Yugoslavia. *Review of Income and Wealth*, Yale Station, New Haven, International Assn. for Research Income & Wealth, Mar. 1969.

4 FRY, Maxwell J. *Finance and development planning in Turkey*. Leiden, Brill, 1972.

5 ---. *The Afghan economy: money, finance and the critical constraints to economic development*. Leiden, Brill, 1974.

6 GROSSMAN, G. ed. *Money and plan: financial aspects of East European economic reforms*. Berkeley, Univ. of California Press, 1968.

7 KRAGH, B. *Financial long-term planning*. Stockholm, Institute of Economic Research 1967. (Occasional Paper, 4)

8 MCKINNON, Ronald I. *Money and capital in economic development*. Washington, The Brookings Institution, 1973.

9 MORSS, E. R. Fiscal policy, savings, and economic growth in developing countries: an empirical study. *Finanzarchiv*, Aug. 1969.

10 SHAW, Edward S. *Financial deepening in economic development*. New York, Oxford Univ. Press, 1973.

11 STONE, J.R.N. The social accounts from a consumer's point of view: an outline of the revised United Nations System of National Accounts. *Review of Income and Wealth*, Yale Station, New Haven, International Assn. for Research Income & Wealth, Mar. 1966.

Reforma Financeira Argentina: Algumas Reflexões

David Szyniak*

Partindo de uma análise conjuntural, segundo a qual são enfocados os problemas de controle da oferta monetária e a formação livre das taxas de juros, e examinando a Lei das Instituições Financeiras – instrumento de médio e longo prazos –, procura-se, neste artigo, estabelecer as linhas gerais da regulamentação e prática estatal sobre o mercado financeiro. Assinalam-se algumas contradições relativas a esta gestão e constroem-se hipóteses sobre tendências e formas futuras do sistema.

1. Introdução

A reforma do sistema financeiro argentino em vigor desde 1º de junho de 1977 deve ser considerada um marco de profundas transformações sociais, políticas e econômicas. O Gabinete da Área Econômica que tomou posse em 2 de abril de 1976 foi bem explícito em suas afirmações a respeito do equilíbrio de mercado e da regulação da economia pelo jogo livre da oferta e da demanda, as quais determinam preço e quantidade. É certo que todos os preços da economia que estavam sob controle foram sendo liberados, mas o preço monetário da força de trabalho permaneceu como variável explicitamente controlada pelo Governo.

Em função destas tendências delineadas pelo Ministro José Alfredo Martinez de Hoz, foram regulamentadas e aplicadas as Leis nº 21.435, relativa à descentralização dos depósitos; nº 21.526, sobre as entidades financeiras; e nº 21.572, referente à criação da conta da Regulação Monetária, que afeta diretamente o funcionamento global do mercado financeiro.

---

* David Szyniak é graduado em Economia pela Universidade de Buenos Aires. Atualmente é Assistente de Pesquisa contratado pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC.

Desde a sua criação, em 1935, o Banco Central e o sistema bancário tiveram de desenvolver suas atividades nos mais variados contextos. No primeiro período – 1935-45 – o Banco Central como entidade mista estabelece um padrão bancário clássico como encaixe bancário fixo, sendo criada a primeira lei em maio de 1935. No segundo período – 1946-56 – o Banco Central se nacionaliza, e todos os depósitos centralizam-se nesta entidade, que passa assim a orientar a política de crédito.

Durante o terceiro período – 1957-73 – retoma-se à política dos recolhimentos compulsórios, caracterizada, no entanto, por uma orientação flexível, levando em conta os objetivos relativos à distribuição de crédito setorial e regional. Neste período elabora-se a Lei nº 18.061, referente às entidades financeiras. Dentre os seus feitos notáveis, destaca-se a incorporação ao controle e à orientação do Banco Central de uma série de instituições que representavam – como intermediários de fluxos financeiros – uma parte importante do sistema, e que não se encontravam sob o controle das Autoridades Monetárias. É o caso das companhias financeiras, das caixas de crédito cooperativo e das sociedades de crédito para consumo.

Em fins de 1973 inicia-se um novo período de centralização de depósitos, agora em presença de uma economia com atividades financeiras mais complexas. Este sistema, também chamado de **Encaixe 100%** deixa a cargo do Banco Central a criação total da moeda, com as instituições financeiras atuando como meros mandatários.

2. Descentralização dos Depósitos

O novo sistema implantado restitui aos bancos comerciais a atribuição de criar moeda, ou seja, os bancos guardam uma fração dos depósitos, utilizando o restante para a concessão de empréstimos. Até então esta criação era determinada pelas Autoridades Monetárias, encarregadas de outorgar recursos aos bancos, cuja capacidade de empréstimos era assim rigidamente delimitada.

Não obstante, esta situação havia sido atenuada, visto que desde 1975 o Banco Central começara a permitir a livre disponibilidade dos fundos provenientes dos certificados a prazo fixo, os quais vinham apresentando um crescimento considerável.

Uma das novas características é a reintrodução dos recolhimentos compulsórios variáveis. Geralmente o Banco Central faz uma distinção entre os encaixes provenientes dos depósitos à vista e os dos depósitos a prazo, impondo a estes uma exigência menor, dado o seu custo financeiro.

Na Argentina costumava-se diferenciar os encaixes conforme as zonas geográficas, com o propósito de incentivar o desenvolvimento das áreas mais atrasadas, dando-lhes maiores possibilidades na concessão de crédito. Essas diferenciações tornavam difícil o cálculo da expansão secundária da moeda, dado que qualquer alteração na captação por tipo de depósito ou zona geográfica modifica sensivelmente o multiplicador bancário.

Em vista destas circunstâncias, a nova legislação estabelece um encaixe bancário mínimo único para cada tipo de depósito e zona geográfica, estendendo esta obrigação à mais variada gama de passivos financeiros (como, por exemplo, depósitos em moeda estrangeira).

No começo, a regulamentação estabeleceu um encaixe bancário mínimo de 45% sobre o passivo de todas as entidades financeiras. No momento em que se escreve o presente artigo, este encaixe é de 43%.

Outra das novas características do sistema é a livre contratação no que se refere a taxas de juro, quer sejam ativas quer passivas.

É oportuno lembrar que há aproximadamente três anos e meio a Argentina encontra-se numa situação em que a taxa inflacionária mensal é não só alta como também de grande variabilidade, oscilando entre 5% e aproximadamente 15%. Este quadro é agravado pela considerável erraticidade dos preços relativos, que os torna imprevisíveis. Todos esses fatores têm causado diversos tipos de distorções nas taxas de juros, a serem analisadas mais adiante.

A implantação de um recolhimento compulsório mínimo único – e alto – para os diferentes tipos de depósito, juntamente com a liberação das taxas, forçaram a criação de um novo mecanismo, conhecido como Conta de Regulação Monetária.

Partindo da premissa de que os depósitos a prazo têm um custo financeiro cujas taxas são livres e equiparáveis à inflação esperada, vemos que a esterilização de uma importante parte deles significaria uma perda por parte das instituições tomadoras dessas poupanças, às quais caberiam apenas duas alternativas:

a) transferir esse alto custo para as empresas, o que aumentaria extraordinariamente o deferencial; ou

b) pagar menores taxas passivas de juros; embora o diferencial fosse continuar alto, a taxa ativa de juro real poderia ser razoável.

Para evitar este tipo de inconveniente, o Banco Central paga às instituições, pelo congelamento de seus depósitos a prazo, uma taxa "de compensação", que é reajustada mensalmente. Do mesmo modo, o Banco Central lhes cobra uma taxa "de cargo" pelo uso da capacidade de empréstimos que provém de seus depósitos à vista; em outras palavras, os bancos comerciais começam a pagar juros sobre suas contas à vista não a seus correntistas, mas às Autoridades Monetárias.

Este engenhoso mecanismo tende a igualar o custo financeiro das diversas fontes, favorecendo assim as entidades financeiras não-bancárias — as quais, não tendo contas à vista, têm historicamente um custo financeiro médio mais elevado para seus insumos.

A manutenção dessa conta se realiza por ordem do Governo Federal, sendo que também as taxas "de cargo" e "compensação" variam de mês a mês. O problema do diferencial de custos operacionais entre diversas captações é eliminado, isentando-se dessa taxa uma pequena percentagem (7%) dos depósitos à vista. Deve-se ter em mente que nestes últimos meses em que o sistema esteve em vigência foi determinado a ambas as taxas — à "de cargo" e à "de compensação" — um comportamento altamente correlacionado.

Este funcionamento impede, na prática, que os bancos comerciais paguem juros sobre os depósitos à vista (permitidos pela nova Lei das Instituições).

Qual a importância disto? A Argentina vive um contexto hiper-inflacionário, onde manter dinheiro representa um custo que pode chegar a 15% mensais, ou até mais. Com a liberação das taxas de juros, os depósitos a prazo (há prazos a partir de 7 dias) salvaguardam um pouco este oneroso imposto.

Este contexto modificou completamente a composição tradicional dos agregados monetários, como se pode observar na Tabela 1. Em fevereiro de 1978, os meios de pagamento conhecidos como M1, cuja participação histórica oscila entre 65% e 75% de M2, constituíram apenas 36,3% do agregado.

Se analisarmos cada um dos componentes, é provável que a demanda por transações das empresas — geralmente representadas pelas contas correntes — haja caído não só ao impulso da recessão, como também pela razão de que as empresas poderão realizar melhor seus cálculos financeiros se tiverem ativos financeiros que devido à sua liquidez possam ser considerados **quasi-moeda**.

A redução da participação do agregado monetário papel-moeda em poder do público — a mais representativa das unidades familiares em suas transações comerciais diárias — pode ter sido causada pela deterioração do salário real.

TABELA 1 — Composição de Agregados Monetários

(em %)

Ano	Papel-Moeda em Poder do Público/M2 (1)	Depósitos à Vista/M2 (2)	Total M1/M2 (3) = (1) + (2)	Depósitos a Prazo/M2 (4)
1950	36,8	31,3	68,1	31,9
1955	43,2	26,8	70,0	30,0
1960	44,1	30,7	74,8	25,2
1965	40,4	27,6	68,0	32,0
1970	33,6	31,2	64,8	35,2
1975	32,9	36,3	69,2	30,8
Jan. /77	24,3	33,4	57,7	42,3
Fev. /77	23,4	34,4	57,8	42,2
Mar. /77	22,1	32,4	54,5	45,5
Abr. /77	22,4	32,3	54,7	45,3
Maio/77	20,4	30,7	51,1	48,9
Jun. /77	20,4	28,6	49,0	51,0
Jul. /77	19,4	27,4	46,8	53,2
Ago. /77	18,0	25,6	43,6	56,4
Set. /77	18,3	22,7	41,0	59,0
Out. /77	17,3	22,0	39,3	60,7
Nov. /77	17,2	20,2	37,4	62,6
Dez. /77	20,4	19,7	40,1	59,9
Jan. /78	18,5	18,5	37,0	63,0
Fev. /78	18,2	18,1	36,3	63,7

Notas:
M1 = Papel-moeda em poder do público + depósitos à vista em bancos.
M2 = M1 + depósitos a prazo.

Fonte: *El Cronista Comercial* (20/04/78)

Esta análise vem fundamentar uma situação que converteu-se atualmente numa preocupação das Autoridades Monetárias, pois à medida que se reduzem os saldos em conta corrente diminuem as entradas que a Conta de Regulação recebe; da mesma forma, à medida que aumentam os depósitos a prazo aumentam também as saídas dessa conta.

Para concluir, esse mecanismo, destinado a controlar a oferta monetária, finda por converter-se numa fonte autônoma de expansão da mesma. Se essa situação persistir, o sistema tornar-se-á auto-destrutivo. Talvez seja útil mencionar um parágrafo do *Cronista Comercial* de 20 de abril de 1978, que revela suas preocupações num artigo especial:

> *"(...) este déficit (Conta de Regulação Monetária) é uma fonte de expansão da oferta monetária que determina o nível da inflação, pois à medida que diminuir a relação depósito à vista/depósito a prazo aumentará a inflação; este aumento, por sua vez, produzirá maior expansão monetária e maior inflação."*

As cifras de 30 de abril desse ano parecem confirmar tais preocupações: o déficit da Conta de Regulação Monetária foi 3,67 vezes maior que o da Tesouraria Geral da Nação (informação do diário *Clarin*, de 14 de maio de 1978).

3. Evolução das Taxas de Juros

Implantada a liberalização de preços no mercado financeiro, estas taxas apresentaram um comportamento ascendente. Talvez o aspecto mais importante se encontre na taxa de juros real (uma vez deduzido o nível de preços) e no seu desempenho nos últimos meses.

Como se pode observar na Tabela 2, a taxa ativa de juros real em novembro de 1977 chegou a 189,0% em termos anuais.

Qual a importância disto para o sistema produtivo? Durante os últimos 30 anos a economia real na Argentina tem funcionado com taxas de juros quase sempre negativas em termos reais. De súbito as empresas acostumadas a este subsídio se encontram numa situação de estagflação, devendo pagar por seu crédito taxas que economia alguma reputaria como razoáveis.

Essa magnitude da taxa real faz supor que durante esse período ocorreu na Argentina uma redistribuição não apenas da renda como também de riqueza, para a qual a taxa de juro era o instrumento fundamental.

Deve-se observar que as empresas mais afetadas foram as tomadoras de crédito interno, as quais, tendo uma elevada relação recursos de terceiros/capital próprio, aumentaram seus custos financeiros a tal ponto que em muitos casos estes chegaram a superar seu custo salarial. A descapitalização acima descrita variou em magnitude de setor para setor, visto que os preços não subiram na mesma proporção que o índice geral (como é o caso do setor têxtil, do agropecuário, etc.). A Tabela 2 demonstra como foi desigual a situação para as companhias que buscaram recursos nos centros financeiros internacionais com que mantinham contato.

Esta mesma situação conjuntural que favoreceu as empresas de maior conexão com o setor internacional afetou seriamente os ramos menos concentrados da indústria, que abrangem uma extensa gama de pequenas e médias empresas.

No que se refere ao sistema financeiro, desde junho do ano passado o diferencial entre as taxas ativas e as passivas vem aumentando continuamente — o que denota uma assimetria no seu comportamento, evidenciando-se uma inflexibilidade da taxa ativa em baixar, que vem a influir diretamente na formação dos custos do setor real.

TABELA 2 — Taxa de Juros Nominal e Real — Diferencial

(em %)

Mês/Ano	Taxa Anual Efetiva com Vencimento em 30 Dias		Variação Anual de Preços por Atacado	Diferencial	Taxa Real Anual Efetiva com Vencimento em 30 Dias		Taxa de Juros Real Anual de um Crédito em Dólares
	Ativa	Passiva			Ativa	Passiva	
Jul./77	137,8*	116,9*	315,4	20,9	-42,3	-47	3,7
Ago./77	144,6*	131,2*	130,3	13,4	6,2	0,4	-51,5
Set./77	173,8*	147,9*	361,9	25,9	-40,3	-46,4	3,2
Out./77	272,7*	182,2*	146,3	90,5	51,3	14,6	-36,7
Nov./77	373,6	224,5	63,8	149,1	189,0	98,7	17,5
Dez./77	356,1	237,3	224,3	118,8	40,7	4,0	61,1
Jan./78	353,5	227,8	85,8	125,7	144	76,7	-25,0
Fev./78	249,1	161,6	184,0	87,5	22,9	-8,0	—

* Por falta de dados, utilizamos títulos de 90 dias como aproximação.

Nota: Durante grande parte do período analisado nesta Tabela, as operações passivas mais habituais foram realizadas a 30 dias, sendo que os prazos das operações ativas variaram de acordo com a capacidade de negociação de cada empresa. Segundo esta mesma linha, as taxas sobre operações passivas foram amplamente divulgadas pelos meios de comunicação, ao passo que as ativas foram pouco difundidas. Nesta Tabela utilizamos as taxas cobradas pelo Banco de la Nación Argentina, as quais são indicadores subestimados em relação às taxas de mercado.

O índice geral de preços por atacado escolhido como deflator também pode chegar a ser observado em momentos de grande variação nos preços dos diferentes setores. No entanto, é provável que os poupadores, para o cálculo de sua rentabilidade real, utilizem o índice de custo de vida. Todas estas observações fazem com que os dados não sejam eficientes parâmetros quantitativos, o que, contudo, não os invalida como indicadores de uma tendência.

A variação anual do índice de preços por atacado (IPA) foi defasada em um mês pelo fato de coincidir com o período de colocação. Por exemplo: no cálculo da taxa de juros real de janeiro foi utilizado o IPA correspondente ao mês de fevereiro.

Fonte: Tabela elaborada com base em informações da Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericana (FIEL) e do *Cronista Comercial.*

Embora a política monetária atual vise explicitamente um rígido controle sobre a quantidade (esse seria, em outras palavras, o objetivo principal), e não sobre o preço (ou seja, a taxa de juros seria livre), há dados empíricos eloqüentes que nos permitem pensar que as Autoridades Monetárias influenciam fortemente a determinação da taxa de juros; por exemplo: o mecanismo de regulação monetária, as Letras do Tesouro, a influência das empresas públicas na concessão de crédito, na determinação do tipo de câmbio, etc.

Isto pode significar que, apesar de aparentemente o preço do mercado ter sido liberado, na verdade apenas se estabeleceu um patamar para ele. Com isto pretendemos somente questionar a idéia da neutralidade absoluta das Autoridades Monetárias na determinação da taxa de juros.

Deixaremos para outra ocasião um aprofundamento sobre como ocorreu a manipulação de outras variáveis inter-relacionadas (tais como as reservas cambiais e o tipo de câmbio) e qual foi o papel da taxa de juros na determinação das expectativas dos agentes econômicos, influenciando assim o ritmo inflacionário.

4. A Nova Lei das Instituições Financeiras

A breve descrição conjuntural que fizemos no item anterior se completa com uma análise da nova Lei das Instituições.

Resumindo, podemos dizer que a descentralização e a Conta de Regulação produziram efeitos a curto prazo sobre o mercado, ao passo que a nova Lei atuará a médio e longo prazos.

O âmbito de aplicação da Lei abrange todas as entidades públicas e/ou privadas que explicitamente realizam intermediação entre oferta e demanda de recursos financeiros: bancos comerciais, bancos de investimento, bancos hipotecários, companhias financeiras, sociedades de poupança e empréstimo para habitação e caixas de crédito.

Ao enunciar as operações reservadas para cada tipo de entidade, a Lei favorece amplamente os bancos comerciais. Assim, o artigo 21 dispõe que:

> *"Os bancos comerciais poderão realizar todas as operações ativas, passivas e de serviços que não lhes sejam proibidas pela presente lei ou pelas normas que dite com sentido objetivo o Banco Central da República Argentina no exercício de suas funções."*

Por outro lado, no tocante às outras instituições o artigo é enumerativo, estabelecendo de forma precisa as operações permitidas.

Uma das questões levantadas pela teoria financeira é saber qual o sistema mais eficiente – se o que tem instituições especializadas, se o que as tem integradas. Neste árduo debate a Lei se define pela integração e centralização, favorecendo assim as instituições de maior patrimônio, às quais outorga um amplo campo operacional.

Outra modificação importante introduzida pela Lei é a permissão para que instituições de classes diferentes operem entre si, fazendo empréstimos, descontando documentos, etc. Antes da Lei, tais relações eram expressamente proibidas.

O artigo 29 mantém a mesma tendência à concentração: "As instituições poderão ser titulares de ações de outras instituições financeiras, qualquer que seja a sua classe, sempre que contem com autorização do Banco Central da República Argentina (...)"

Reduziu-se consideravelmente o número de operações proibidas, passando a ser permitido às instituições, por exemplo, investir em imóveis, mesmo que não sejam para uso próprio.

É mantida, no entanto, a expressa proibição às instituições de explorar por conta própria empresas comerciais, industriais, agropecuárias ou de outra classe, bem como de operar diretamente com diretores, administradores – ou pessoas a ele vinculadas – em condições mais favoráveis que as da clientela restante.

Talvez se possa fazer uma melhor idéia da finalidade da Lei analisando um parágrafo da exposição de motivos que acompanhou sua publicação:

> *"(...) em seu espírito a lei procura instituições mais solventes e integradas (...) o que se promove é a coparticipação, a interação e a concentração das instituições."*

Quanto à problemática das instituições nacionais e estrangeiras, a Lei considera uma instituição financeira local como de capital estrangeiro quando mais de 30% do seu capital estiverem em poder de pessoas físicas ou jurídicas domiciliadas fora do território da República. Como se pode deduzir, a nacionalidade de uma pessoa é determinada pelo seu domicílio – o que abre uma porta importante para o domínio do capital estrangeiro do sistema bancário, que, como se sabe, dispõe de inúmeros ardis para dominar, com uma percentagem bem inferior a essa, vários tipos de empresa.

As instituições qualificadas como de capital estrangeiro só podem ser bancos comerciais ou de investimento, e deverão sempre requerer a autorização das Autoridades Monetárias.

Uma das diferenças mais importantes entre as disposições relativas a um e a outro tipo de instituição refere-se à abertura de sucursais dentro do território nacional:

> *"As instituições financeiras nacionais que cumpram as exigências do Banco Central poderão estabelecer filiais no território nacional, se derem aviso prévio a esta instituição dentro de um prazo não inferior a três meses (...)"*

> *"As entidades financeiras qualificadas como locais de capital estrangeiro deverão requerer autorização expressa do B.C.R.A. (. . .)"*

Quanto à forma societária, todas as instituições devem constituir-se como sociedades anônimas de ações nominais, excetuando-se os bancos comerciais e as caixas de crédito, que podem estruturar-se como instituições cooperativas.

Para evitar a possibilidade de as falências afetarem a credibilidade de todo o sistema, o B.C.R.A. continua mantendo o regime de garantia sobre todos os depósitos em moeda nacional de todas as instituições financeiras com um agregado importante. Em caso de liquidação de qualquer instituição, as Autoridades podem transferir a outros integrantes do sistema a responsabilidade total ou parcial pelos depósitos da instituição liquidada.

Estas idéias de liberalidade na organização institucional da indústria financeira entram em contradição com o amplo poder discricional que o Banco Central se reservou.

> *"As entidades compreendidas nesta lei não poderão iniciar suas atividades sem a prévia autorização do B.C.R.A. (. . .)"*

> *"Ao considerar-se a autorização para funcionar serão avaliadas a conveniência da iniciativa, as características do projeto e as condições gerais de mercado, bem como os antecedentes, a responsabilidade e a experiência financeira dos solicitantes."*

A este artigo foi acrescentada uma exigência de capitais mínimos, determinada por instituição e por zona (o país foi dividido em cinco zonas diferentes). Assim, a abertura de um banco comercial na zona de capital federal – em Buenos Aires, por exemplo – exigia um capital mínimo inicial de cerca de um milhão de dólares. Este obstáculo era de tal magnitude que pouquíssimos bancos apresentavam condições de transpô-lo; estabeleceu-se então um regime de regularização para que as instituições já em funcionamento alcançassem esse mínimo no menor prazo possível.

Finalmente, o Banco Central se outorga a manipulação total e absoluta da oferta monetária e creditícia, reservando-se o direito de exercer todas as funções de superintendência do mercado financeiro.

5. Algumas Conclusões Preliminares

Numa análise conjuntural vemos que o comportamento do setor no que diz respeito às taxas de juros afetou com maior intensidade as empresas financeiramente mais frágeis.

Neste período coexistiram dois tipos distintos de capital financeiro, diferençados pelo preço que o setor real teve de pagar.

Embora a literatura econômica afirmasse que a taxa de juros externa (mais a desvalorização interna, menos a desvalorização da moeda externa) seria o teto da taxa de juros interna, as imperfeições do mercado fizeram com que isso não ocorresse. Pelo contrário: o capital-dinheiro internacional entrou no país, e em muitos casos foi transformado em capital-dinheiro nacional no mercado financeiro, fornecendo lucros extraordinários e voltando a sair como capital-dinheiro internacional.

Talvez possamos resumir o que ocorreu afirmando que neste contexto circularam pela economia um "capital financeiro" e um "capital usurário"[1] cujos mercados são relativamente independentes.

A adoção de várias medidas por parte das Autoridades para o controle mais estrito da oferta monetária foi dificultada por mecanismos de difícil solução numa conjuntura de alta inflação. Estes mecanismos (taxa de "cargo" na Conta de Regulação Monetária, por exemplo) aumentam o custo médio financeiro das entidades bancárias, obrigadas a pagar juros sobre os depósitos à vista. Num enfoque superficial pareceria que os bancos recompõem sua taxa de lucro, aumentando o diferencial – o que indicaria uma conduta oligopolística do sistema como um todo.

Analisando o papel das regulamentações verificamos que, se de um lado elas tendem à concentração – objetivo expressamente citado pela Lei –, de outro lado tendem a favorecer a competitividade entre as instituições que já se encontram em funcionamento, oferecendo maiores possibilidades às de maior campo operacional e absorvendo as instituições de operações menores. Essa mecânica necessita da garantia do Estado. Se, de certa maneira, se incentiva a luta por maiores porções do mercado, contraditoriamente o sistema necessita do Banco Central para assegurar que esta mesma competitividade não provoque a desconfiança do público no sistema financeiro.

A longo prazo esta reforma pretende instituir "bancos para tudo", que facilitem a mobilidade, a centralização e a acumulação de capital.

---

1 O termo "capital usurário" é utilizado como conceito de uma forma de circulação financeira pré-capitalista que sobrevive, perdendo seu caráter dominante, porém expressando-se de forma aguda em crises conjunturais.

Se as investigações preliminares sobre as economias de escala da indústria bancária[2], se provarem corretas, surgirá uma tendência paulatina à maior oligopolização do mercado.

Caso este processo se dê, resta saber qual será a rearticulação entre o setor real e o bancário – conglomerados ou órbitas empresariais separadas – os quais, embora tenham interesses solidários, emprestariam características particulares à luta pelo excedente.

Talvez seja redundante explicitar que o futuro do sistema financeiro depende da política econômica geral – que não é independente da escolha do modelo econômico buscado.

BIBLIOGRAFIA

1 BOLETIN SEMANAL DEL MINISTERIO DE ECONOMIA DE LA REPUBLICA ARGENTINA. Buenos Aires. (vários números)

2 CLARIN. Buenos Aires.

3 CRONISTA COMERCIAL. Buenos Aires.

4 FELDMAN, Ernesto. *Costo bancario.* Buenos Aires, Banco Central de la República Argentina, 1978. (Estudios Técnicos, 30)

5 GABA, Ernesto. A transformação do sistema monetário argentino: nacionalização dos depósitos bancários. In: SEMINÁRIO INTERAMERICANO DE POLÍTICA MONETÁRIA E ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA, 1, Rio de Janeiro, 1974. *Política monetária e dívida pública.* Rio de Janeiro, IBMEC, 1974. p. 27-58.

6 INDICADORES DE COYUNTURA. Buenos Aires, Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas. (vários números)

7 INFORME FINANCIERO MENSUAL. Buenos Aires, Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas. (vários números)

8 LA NACION. Buenos Aires.

2 Para maiores detalhes, veja Ernesto Feldman [4].

Preço de Emissão

Felix Ruiz Alonso*

O presente artigo analisa os dispositivos da nova Lei das Sociedades Anônimas que disciplinam o preço de emissão das ações. Discute os critérios para a fixação desse preço e a responsabilidade civil e penal dos administradores e acionistas controladores, no caso de emissão abaixo do valor nominal. Por fim examina criticamente a possibilidade, aberta pela Lei, de uma mesma companhia emitir ações com ou sem valor nominal.

1. Preço de Emissão das Ações

No primeiro artigo da Lei da Sociedade por Ações nota-se uma referência ao preço de emissão das ações: a responsabilidade dos acionistas estará limitada ao **preço de emissão** das ações subscritas.

Este dispositivo inicial mostra, mais uma vez, o alcance relativo do capital registrado e do valor nominal das ações da sociedade, dando a Lei grande importância a um outro valor – chamado de emissão – que dá a medida da responsabilidade dos sócios. Todos os sócios serão responsáveis pela integralização das ações subscritas pelo seu valor de emissão, e não pelo seu valor nominal ou outro qualquer.

Quando da constituição da companhia, inclusive, podem os empreendedores fixar um valor de emissão superior ao valor nominal das ações, de tal forma que os 10% de entrada – realização mínima permitida por Lei – não são do valor nominal, mas sim do preço de emissão das ações.

* Mestre e Doutorando em Direito pela Universidade de São Paulo e membro do Instituto dos Advogados de São Paulo (IASP).

A Lei permite a imediata negociação das ações, apenas com os 10% da entrada realizados, no caso de companhias fechadas, e com 30%, no das companhias abertas. Os adquirentes ou cessionários dessas ações, ainda não integralizadas, tornam-se responsáveis pela integralização não do valor nominal, mas do de emissão.

Assim, o valor de emissão das ações alcança grande relevo, o que é de especial significação no caso do aumento de capital por parte de sociedades abertas e de capital autorizado. Qual será o preço de emissão, nesses casos?

A Lei proíbe que o valor de emissão seja inferior ao nominal, caso as ações tenham valor nominal. Embora a companhia tenha prejuízos acumulados, o preço de emissão não poderá ser inferior ao nominal – o que dificulta, sem dúvida, a subscrição dessas ações de valor patrimonial inferior ao nominal. Qual será pois o critério para fixar o preço de emissão?

Esses critérios, no caso de aumento de capital, são indicados pela Lei no § 1º do art. 170, que diz:

> *"O preço de emissão deve ser fixado tendo em vista a cotação das ações no mercado, o valor do patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade da companhia, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las".*

Subjacente a esse artigo há um critério – as perspectivas de rentabilidade da companhia – que não pressupõe a existência da empresa, valendo também, portanto, para a constituição das sociedades. Nessa constituição o preço de emissão só poderá ser superior ao nominal quando os estudos realizados e as circunstâncias revelarem boas perspectivas. Na prática, porém, a emissão por preço superior ao valor nominal quando da constituição da empresa obedece a critérios de política empresarial. Toda empresa é formada com as melhores expectativas de lucro ou não seria constituída. Todavia, se na altura da constituição da empresa os critérios para fixar o valor de emissão têm muito de discricionário, a ponto mesmo de a Lei não os ditar, quando ela está em marcha as coisas já não são assim. A Lei se preocupa em fornecer as diretrizes para poder fixar o preço de emissão quando a companhia delibera aumentar o capital.

1.1. Critérios para fixar o preço de emissão

O valor de cotação – o primeiro dos critérios apontados pelo artigo 170 – é um dos índices a serem levados em consideração pelos administradores. É certo que no preço de cotação das ações em Bolsa intervêm fatores alheios ao patrimônio da sociedade. Poderia acontecer que ações de escassa rentabilidade fossem repentinamente muito procuradas, o que provocaria uma alta no seu preço. Os administradores teriam, evidentemente, de levar em consideração essa repentina elevação das cotações, mas *cum granu salis*, principalmente se ela tivesse indícios de ser fruto da especulação bursátil.

O segundo critério, já mais ajustado à realidade da companhia, é a consideração do patrimônio líquido. Os conselheiros de Administração e Fiscais (ou órgão competente para fixar o preço de emissão, devem verificar qual o valor patrimonial das ações, que será o quociente da divisão do número de ações pelo patrimônio líquido (soma do capital, mais reservas, lucros, etc.).

O terceiro dos critérios aferidores é a perspectiva de rentabilidade da companhia. Os administradores de qualquer empresa medianamente organizada sabem, com bastante probabilidade quais as perspectivas da empresa, principalmente em função de dois dados: o orçamento, elaborado sobre dados passados reais e previsões fundamentadas; e o conhecimento – por tratativas, preparativos e demais – das operações a serem realizadas diuturnamente pela empresa. Os administradores (os *insiders*) pouco se enganam quanto às perspectivas, quando afeitos ao trato diário da atividade comercial e empresarial.

A Lei coíbe ainda a "diluição injustificada da participação dos antigos acionistas". Já se disse que o acionista participa não apenas do capital da companhia, mas, através do capital, participa também do patrimônio líquido e, mais profundamente, de toda a riqueza, inclusive incorpórea, que constitui a empresa. Por isso, o acionista tem direitos, pelo menos virtualmente, sobre todo patrimônio e toda riqueza organizada que constituem a empresa. A Lei quer não só que esses direitos sejam respeitados, mas também que não sejam prejudicados injustificadamente.

Esse quarto critério – não prejudicar as participações anteriores ao aumento – é largamente discutível. De um lado, a participação dos acionistas retoma o **valor patrimonial** das ações, mas sem restringir-se a ele – note-se que é um critério distinto do segundo. Agora fala-se expressamente de **participação**, palavra de profundo alcance em matéria societária; de outro lado, visto a empresa ser dinâmica, aquela participação é mais virtual do que atual – já que o acionista atualiza-a na exata medida em que opera direitos concretos, que estão como que enfeixados na ação – e toda empresa tem sua própria política empresarial por necessidade de sobrevivência e expansão. Por todas estas razões cabe à administração, depois de avaliar o *quantum* virtual da participação dos acionistas, fixar o preço de emissão em função da dinâmica e da política desenvolvimentista próprias da empresa.

Poderá acontecer de, necessitando a empresa de capital para fazer face a determinado investimento, o preço de emissão do aumento ser inferior não só à participação virtual-empresarial, mas também ao valor patrimonial das ações. Não

se trata, todavia, de decisão arbitrária, e sim de decisão justificada; portanto, os administradores farão muito bem em fundamentar o valor de emissão, em caso de aumento.

Alerta finalmente a Lei quanto ao direito de preferência. É verdade que todo acionista tem direito a subscrever o aumento na proporção correspondente às ações que tiver, pelo menos durante trinta dias. Sendo assim, poder-se-ia argumentar que o preço de emissão poderia ser baixo, embora as reservas e lucros acumulados fossem altos, visto que nessas condições favoráveis, os acionistas sempre terão direito preferencial à subscrição. Dir-se-ia ser este expediente uma maneira de coagir os acionistas a subscreverem o aumento, para não deixar a terceiros a substância acumulada, ou então uma forma de beneficiar a terceiros, prejudicando os acionistas de poucos recursos, impossibilitados de acompanhar o aumento ou de operar seu direito preferencial. Por estas e outras razões a Lei diz que:

"O preço de emissão deve ser fixado (. . .) sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las".

O artigo, assim dizendo, proíbe que o direito de preferência dos acionistas sirva como argumento para justificar o preço – principalmente o baixo – de emissão.

O preço de emissão é uma questão melindrosa e difícil que põe à prova a prudência dos administradores da sociedade, os quais devem pesar e combinar harmoniosamente os vários critérios (econômico-patrimoniais de um lado e político-empresariais de outro), a fim de **fundamentar** o preço de emissão, sem poderem, no entanto, improvisar esse preço, assumindo que os acionistas já têm direito de preferência.

A Lei dispõe, de forma bastante clara, que na medida do possível os subscritores – acionistas ou terceiros – carreem para a companhia tanto valor quanta substância exista acumulada no patrimônio. A Lei quer respeitados nesse momento o princípio da comutatividade e o da proporcionalidade, primordiais em matéria econômico-societária. E exige que os administradores fundamentem o preço de emissão a partir daqueles critérios.

O ágio ou o preço de emissão acima do valor nominal, destina-se à reserva de capital. Destarte os sócios entrantes contribuem para a sociedade trazendo-lhe tanto quanto tinham as demais ações, com as reservas e ponderações acima assinaladas.

2. Preço de Emissão das Ações com Valor Nominal

A Lei de Sociedades por Ações, depois de falar dos dois grandes grupos de ações – com valor nominal e sem valor nominal – fala do preço de emissão de cada uma delas, a começar pelas ações com valor nominal.

"Art. 13 – É vedada a emissão de ações por preço inferior ao seu valor nominal.

§ 1º – A infração do disposto neste artigo importará nulidade do ato ou operação e responsabilidade dos infratores, sem prejuízo da ação penal, que no caso couber.

§ 2º – A contribuição do subscritor que ultrapassar o valor nominal constituirá reserva de capital (art. 182, § 1º)".

O artigo, embora pareça simples e até singelo, está eivado de questões espinhosas, a começar por: Quais as conseqüências da emissão nula de ações por preço inferior ao valor nominal? Quem são os infratores? Qual a ação civil ou penal cabível? Discorreremos a seguir sobre estas questões e outras mais.

2.1. Nulidade da emissão por preço abaixo do valor nominal

Poderia acontecer, considerando os critérios assinalados pela Lei para determinar o preço de emissão, que o preço de cotação fosse inferior ao valor nominal, ou que a sociedade não tivesse lucros nem reservas acumuladas ou ainda que suas perspectivas futuras não fossem auspiciosas. Assim sendo, o preço de emissão das ações com valor nominal – segundo aqueles critérios – poderia situar-se abaixo do valor par ou nominal. Entretanto a Lei manda que o preço de emissão não se situe abaixo do valor nominal, sob pena de responsabilizar os infratores econômica e penalmente, além de anular a emissão.

Na realidade, trata-se de uma infração grosseira. O valor nominal das ações é sobejamente conhecido, de maneira que efetuar um lançamento de ações por preço inferior àquele é algo gritante.

O Registro de Comércio, dada sua função fiscalizadora, deverá inclusive rejeitar as atas dos administradores ou órgãos competentes que contenham emissões ou subscrições de valor inferior ao nominal das ações, sem mesmo arquivá-las.

O não arquivamento, na prática, será o freio mais eficaz para esse tipo de infração grosseira, exigindo a oportuna emenda. Todavia, se os interessados desejarem a declaração de nulidade da emissão e subseqüente subscrição realizadas por preço

abaixo do valor nominal, contarão com o caminho judicial. Desnecessário dizer que, pelo menos por enquanto, esse caminho é áspero e longo. O rigor administrativo das Juntas Comerciais, se bem conduzido, poderá ser extremamente eficaz.

2.2. Infratores responsáveis

Responsáveis serão os membros do órgão societário que tenha deliberado acerca da emissão fixando seu preço abaixo do valor nominal. O órgão societário envolvido poderá ser a Assembléia Geral dos Acionistas ou o Conselho de Administração, ou ainda o Conselho Fiscal. Poderá inclusive acontecer que membros de dois ou mais desses órgãos tenham se mancomunado para fixar o preço de emissão abaixo do permitido.

A Diretoria, que, com anterioridade à vigência da Lei 6.404, era quem assumia geralmente a responsabilidade pelas emissões de capital autorizado, fica agora liberada de tal ônus. Pela nova Lei, ela não será responsabilizada como infratora[1].

A questão de apuração da responsabilidade está ligada, portanto, em cada caso, à mecânica de decisão de cada sociedade.

A deliberação acerca do preço de emissão das ações, nos aumentos de capital, é, em princípio, da competência da Assembléia Geral, em reunião extraordinária, já que essa deliberação, diretamente vinculada ao aumento de capital, implicará muitas vezes numa reforma estatutária. Poderá acontecer, sem embargo, de o estatuto – como costuma ocorrer nos casos de companhias abertas e de capital autorizado – delegar ao Conselho de Administração as emissões de capital, o preço de emissão sendo fixado, neste caso, por esse órgão. Tomada a deliberação e fixado o preço de emissão pela assembléia dos acionistas dever-se-á analisar, dentre os 2/3 de votantes presentes, aqueles que decidiram pelo preço abaixo do valor nominal.

A deliberação acerca do preço de emissão nas companhias abertas ou de capital autorizado (que por exigência legal tem Conselho de Administração) corresponde, com freqüência e por estatuto, a este órgão. Diz o item VII do artigo 142 que:

1 O capital autorizado foi introduzido no Brasil pela seção VIII da Lei de Mercado de Capitais, n.º 4.728 de 14.07.76. Na época, não estando regulamentado o Conselho de Administração – hoje necessário nas companhias de capital autorizado – a Lei atribuiu à Diretoria o poder das emissões do capital. E assim, em seu artigo 46, hoje derrogado, aquela Lei dispõe que: "O estatuto da sociedade com capital autorizado regulará obrigatoriamente: a emissão e colocação das ações com prévia aprovação da assembléia geral ou por deliberação da Diretoria; as condições de subscrição e integralização a serem observadas pela assembléia geral ou pela Diretoria, na emissão e colocação das ações de capital autorizado".

"Compete ao Conselho de Administração (. . .) deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações".

Dispositivo semelhante existe especialmente para as companhias de capital autorizado, cujos estatutos devem especificar:

"O órgão competente para deliberar sobre as emissões, que poderá ser a Assembléia Geral ou o Conselho de Administração" (art. 168, c).

Vale lembrar que, embora não previsto no estatuto, a companhia que tiver Conselho de Administração sempre poderá deliberar, na assembléia extraordinária de aumento, que o preço de emissão das ações seja fixado pelo Conselho de Administração (art. 170, § 2º).

Portanto, nas companhias abertas e de capital autorizado dever-se-á examinar o estatuto para verificar se o órgão decisório é efetivamente o Conselho de Administração e, em caso afirmativo, saber-se-á pela ata pertinente quais os Conselheiros responsáveis da emissão abaixo do valor nominal.

O Conselho Fiscal, finalmente, não estará isento de responsabilidade, por duas razões: primeiro porque suas atribuições foram reforçadas, havendo agora, além do Conselho Fiscal permanente, o Conselho Fiscal por instalação, que funciona quando instalado – precisamente porque quando é constituído os Conselheiros Fiscais nomeados devem efetivamente fiscalizar, sendo uma de suas funções manifestar-se quando houver aumentos ou emissões novas de capital.

"O Conselho Fiscal, se em funcionamento, deverá (. . .) ser obrigatoriamente ouvido antes da deliberação sobre o aumento de capital" (§ 2º do art. 166).

Assim, o Conselho Fiscal é sempre ouvido previamente, seja a deliberação de emissão da Assembléia, seja do Conselho de Administração.

"Compete ao Conselho Fiscal: fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento de seus deveres legais e estatutários (. . .) e opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à Assembléia Geral, relativas à modificação do capital (. . .)" (art. 163, itens I e III).

Não teria sentido, pois, que os Conselheiros Fiscais que deram parecer favorável à emissão abaixo do valor nominal das ações ficassem impunes – principalmente porque, sendo a matéria por demais elementar, a culpa é manifesta.

De resto, se determinado conselheiro fiscal desejar eximir-se de sua responsabilidade é suficiente que não seja conivente com a maioria que emitirá o parecer, fazendo constar na ata sua divergência e comunicando-a em seguida ao Conselho de Administração, à Diretoria e à Assembléia Geral de acionistas[2].

2.3. Responsabilidade civil e penal dos administradores

A responsabilidade civil dos membros do Conselho de Administração e também dos Conselheiros Fiscais cúmplices está bem tipificada na Lei, quando diz que:

> *"O administrador (. . .) responde, porém, civilmente pelos prejuízos que causar, quando proceder: com violação da Lei" (item II do art. 158).*

E é clara a obrigação dos Conselheiros – tanto de Administração quanto Fiscais – de não fixar o preço de emissão abaixo do valor nominal e de observar os critérios do art. 170, § 1º para estabelecer dito preço de emissão.

É um pouco mais difícil caracterizar a responsabilidade dos acionistas que em deliberação de assembléia fixaram o preço de emissão do aumento abaixo do valor nominal. Haverá, em princípio, duas situações possíveis: que esses acionistas sejam controladores ou que não o sejam. É verdade que quase sempre, na prática, aquela deliberação será do controlador, mas eventualmente isto poderá não ocorrer, já que a assembléia, em segunda convocação, se reúne e celebra com qualquer número de acionistas.

O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. E é modalidade de abuso de poder: promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem causar prejuízos aos acionistas minoritários ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia (art. 117, c).

Ordinariamente, partindo do controlador a iniciativa da emissão abaixo do valor nominal, ele induzirá os conselheiros de administração e fiscais à prática desse ato ilegal, já que dentro da sistemática de eleboração das decisões aqueles órgãos

[2] A lisura de conduta de um Conselheiro Fiscal pode evitar muitíssimas manobras escusas, agindo em conformidade com o § 2º do art. 165, já que ele, em tempo, informa aos demais órgãos societários de quanto acontece, alertando-os, como é seu dever.

sempre têm tais atribuições. A responsabilidade do controlador[3] caracteriza-se por mais essa razão – indução à prática da ilegalidade (art. 117, e).

Os acionistas não-controladores que participaram da deliberação contrária à Lei serão considerados cúmplices do controlador. Se este não estiver caracterizado na companhia, por não haver nas assembléias anteriormente celebradas um mesmo deliberador, nem por isso os acionistas infratores (mesmo não-controladores) ficarão isentos de responsabilidade. Por fim o § 1º do art. 13 é a principal fonte tipificadora dessa responsabilidade. Quanto à ação penal cabível, salvo melhor juízo, ela não está prevista no direito penal. Seria necessário – *nullum crimen sine lege* – que a Lei desenhasse ou tipificasse expressamente esse delito: desobedecer à Lei emitindo ações por preço abaixo do valor nominal.

A infração pode ser cometida em dois momentos diferentes: quando da constituição ou posteriormente, quando houver aumento do capital. Em ambos os casos os acionistas, fundadores ou não, e os conselheiros de administração ou fiscais, que deveriam fixar o preço de emissão das ações de valor nominal, como mínimo, pelo valor par, não o fizeram, infringindo a Lei, infringindo o *caput* do art. 13. Mas que delito praticaram?

O Código Penal tipifica, no art. 177, o ardil, quando da fundação da sociedade, da falsidade nos prospectos, nos quais faz-se referência a fatos inexistentes ou ocultam-se outros, de maneira a enganar o público investidor. Essa fraude, todavia, além de limitar-se ao momento de fundação, não afetando o prospecto dos aumentos posteriores, estriba na falsidade e, em se tratando da infração de que nos ocupamos, não há falsidade – há uma **inobservância** frontal e material da Lei – constando o preço de emissão, clara e abertamente, em todas as atas e documentos.

Pretendendo classificar diretamente aquela **inobservância**, talvez o crime de maior probabilidade praticado por aqueles acionistas ou administradores seja o de atentar contra a economia popular. Diz o art. 3º, item X da Lei 1.521 de 26.12.51 que:

> *"Fraudar de qualquer modo relatórios, pareceres e outras informações devida a sócios de sociedades (. . .) comerciais, em que o capital seja fracionado em ações ou quotas de valor nominativo igual ou inferior a Cr$ 1.000,00 (um mil cruzeiros) com o fim de sonegar lucros, dividendos, percentagens, rateios ou bonificações ou de desfalcar ou desviar fundos de reservas".*

[3] É oportuno lembrar que os administradores ou fiscais que se deixaram induzir à prática do ato ilegal são responsáveis, solidariamente com o controlador-indutor (art. 117, § 2º).

A tipificação dessa fraude neste dispositivo penal é ampla o bastante, para incluir aquela inobservância frontal da Lei – a qual manda que o preço de emissão não seja inferior ao valor nominal das ações. Os sócios são fraudados, de algum modo, e o item X do art. 3º tem precisamente a intenção de abranger todos os artifícios que visem prejudicar acionistas ou terceiros. E é certo, para terminar esta questão, que algumas vezes o prejuízo consistirá em fazer com que outros se beneficiem de lucros e reservas que poderiam ter sido dos acionistas que não subscreveram o aumento; outras vezes servirá para diluir ainda mais um patrimônio já dizimado, para maior prejuízo de credores; outras, ainda, a emissão será abaixo do valor nominal, para outros objetivos escusos. Como quer que seja, a tipificação do art. 3º, item X é tão vaga, e ao mesmo tempo de requisitos tão escassos, que consegue encaixar o delito de que nos ocupamos.

De resto, aqui não se procura tanto tipificar aquele delito, quanto salientar as formas e circunstâncias concretas da prática do crime. Os controladores e conselheiros poderão, não observando a Lei, incorrer em outros crimes. Na verdade, a proibição do *caput* do art. 13 não tem especiais pretensões penais; entretanto, se as pessoas que têm o direito e o dever de fixar o preço de emissão, fixam-no abaixo do valor nominal, desrespeitando flagrantemente a Lei, fazem-no certamente por alguma razão – e essa razão provavelmente aninhará algum delito, sendo elas responsáveis, então, por tal delito, seja ele qual for. A Lei diz simplesmente que os infratores responderão pela ação penal que no caso couber; não pretende enquadrar esse ato que está expressamente proibido em um delito típico determinado.

3. Ações sem Valor Nominal

Algo deve ser dito acerca do preço de emissão das ações sem valor nominal, principalmente porque os reflexos de sua emissão são distintos. Quando todas as ações da companhia são da mesma categoria, quanto ao valor, esses reflexos são imperceptíveis. Mas quando o capital é composto de ações com e sem valor nominal, os reflexos patrimoniais da emissão do aumento podem ser conflitantes. Sendo o preço de emissão abaixo do valor nominal – para dar um exemplo simples – as ações sem valor nominal seriam emitidas por esse preço, enquanto que as ações com valor nominal o seriam pelo valor par – acima do de emissão. Portanto, na mesma companhia teríamos dois preços de emissão, com todas as conseqüências que isso suporia e supõe.

Diz o art. 14 da Lei:

"O preço de emissão das ações sem valor nominal será fixado, na constituição da companhia, pelos fundadores, e no aumento de capital, pela assembléia geral ou pelo conselho de administração (arts. 166 e 170 § 2º).

Parágrafo único. O preço de emissão pode ser fixado com parte destinada à formação de reserva de capital; na emissão de ações preferenciais com prioridade no reembolso do capital, somente a parcela que ultrapassar o valor de reembolso poderá ter essa destinação".

O *caput* desse artigo diz a quem compete fixar o preço de emissão das ações. Na realidade concentra aquilo que esparsamente já consta em outros lugares da Lei, como já se viu nos comentários precedentes, sobre o artigo 13. O preço de emissão das ações é fixado ou pela Assembléia Geral ou pelo Conselho de Administração, tanto para as ações com valor nominal quanto para as sem valor nominal. O fato de isso ser dito num artigo intitulado *ações sem valor nominal* não significa, pois, que aqueles mesmos dois órgãos não fixem o preço das ações com valor nominal.

A questão dos dois preços de emissão, na mesma companhia, é polêmica. Por isso iremos considerar o mérito do preço de emissão, para mostrar as numerosas contradições e conflitos de interesses em que se incorreria se não se observasse um só critério, na mesma companhia, a respeito dessas duas ações – que não têm valores diferentes, diferenciando-se simplesmente em que uma delas expressa um valor e a outra não. São, mal comparando, como duas garrafas de cerveja da mesma fabricação, uma com rótulo e outra sem rótulo, mas de conteúdo absolutamente idêntico.

No nosso entender, pois, a matéria sobre preço de emissão foi feita considerando-se separadamente as ações com rótulo e as ações sem rótulo, não se cogitando na eventualidade de uma mesma companhia ter ações com valor nominal e ações sem valor nominal. A exposição de motivos que precede a Lei 6.404 diz que:

"Em regra todas as ações da companhia deverão ser com ou sem valor nominal".

Todavia, essa regra não tem nenhum alcance, já que o § 1º do art. 11 introduz a companhia mista, de ações com e sem valor nominal.

Neste comentário, a fim de evidenciar as contradições que o tratamento diferente daquelas ações leva consigo, exemplificaremos com uma sociedade mista de ações. O tema central a ser focado agora será o preço de emissão das ações sem valor nominal, suposto que do das ações com valor já se falou.

Pelo demais, se a companhia tiver uma só categoria de ações com ou sem valor nominal, os conflitos decorrentes das sistemáticas distintas não aparecem e passam despercebidos.

3.1. Preço de emissão das ações sem valor nominal

Imaginemos uma sociedade de Cr$ 1 milhão de capital dividido em 100 ações, sendo 50 com valor nominal de Cr$ 10 mil e 50 sem valor nominal.

O valor nominal, já o temos dito, é um valor pouco expressivo: é o quociente da divisão do capital pelo número de ações[4]. No caso, Cr$ 1 milhão: 100 = Cr$ 10 mil. Daí o valor nominal de Cr$ 10 mil das 50 ações. E as restantes 50 ações, as sem valor nominal, em termos de capital também teriam esse mesmo valor; mas em se tratando delas o processo não é extrair esse quociente, porque se tem em mira outros quocientes mais expressivos: o do valor patrimonial, por exemplo.

Suponhamos que o patrimônio líquido da sociedade de nosso exemplo ascendesse a Cr$ 2 milhões. Neste caso o valor patrimonial das ações, tanto das que têm como das que não têm valor nominal, seria de Cr$ 20 mil. Certamente que o valor patrimonial das ações é muito expressivo em termos de avaliação real – e precisamente por isso é um dos valores a serem levados em conta, à hora de estabelecer-se o preço de emissão das ações nos aumentos de capital.

O órgão ao qual compete fixar o preço de emissão é em princípio a Assembléia Geral e, delegando esta, o Conselho de Administração. Os critérios que o órgão que determinar o preço de emissão deve observar são aqueles assinalados no § 1º do art. 170, ou seja, o valor de cotação, o valor patrimonial e o valor orçado de rentabilidade – sem diluição das participações dos antigos acionistas, ainda que tenham direito preferencial à subscrição.

Assim sendo, no que se refere ao valor nominal poderão ocorrer três situações: que o preço de emissão seja superior, ou igual, ou inferior àquele valor.

Retomando nosso exemplo e assumindo que, em virtude da existência de reservas e lucros acumulados, o órgão pertinente fixa o preço de emissão das ações em Cr$ 20 mil (acima portanto do valor nominal que é de Cr$ 10 mil), veremos que a esse mesmo preço terão de ser colocadas tanto as ações com valor nominal quanto as ações sem valor nominal.

Se o órgão que fixar o preço de emissão decidir fixá-lo ao valor nominal, em Cr$ 10 mil, a esse preço serão emitidas também as ações, com e sem valor nominal.

---

4 Mais exatamente, valor nominal é aquele dado às ações pelo estatuto. Poderá acontecer, em companhias com ações sem valor e com valor nominal, que o valor-quociente não seja o valor nominal. O valor nominal, pelo menos quando da constituição da companhia (sendo todas as ações de valor nominal) coincide com o valor-quociente.

Entretanto, se o preço de emissão for inferior ao valor nominal – por exemplo, se for de Cr$ 8 mil – então teremos apenas as ações sem valor nominal emitidas a esse preço, enquanto que as ações com valor nominal terão de ser emitidas ao preço mais alto de Cr$ 10 mil, já que nunca se pode emitir estas ações abaixo do valor par. Esta dicotomia é a encontrada na Lei – a qual restringe a proibição do *caput* do art. 13 expressamente às ações com valor nominal.

A interpretação textual desses artigos leva à flagrante incoerência de uma mesma companhia estar emitindo ações a dois preços distintos. Dois pesos, duas medidas. Ações sem valor nominal emitidas a Cr$ 8 mil e ações com valor nominal emitidas a Cr$ 10 mil, visto que o preço de emissão destas não pode ser inferior ao nominal.

Evidentemente esta situação não faz o menor sentido. Os titulares ou os subscritores de ações com valor nominal estariam sendo prejudicados, pagando mais caro por ações da mesma companhia, ao passo que os titulares ou subscritores das ações sem valor nominal seriam beneficiados, vindo a participar em igualdade de condições do patrimônio social com desembolso menor do que o dos subscritores das ações com valor.

Para exemplificar, imaginemos que o aumento seja de 100 ações. Neste caso os subscritores das 50 ações com valor nominal de Cr$ 20 mil trarão Cr$ 500 mil à companhia, enquanto que os subscritores das 50 ações sem valor nominal, emitidas a Cr$ 8 mil, trarão apenas Cr$ 400 mil. O aumento terá sido de Cr$ 900 mil mas com essa inflexão discriminatória e estranha.

Está-se perante uma sistemática conflitante. Pelo menos para o caso das companhias mistas de ações a Lei deveria prever um critério uniforme. Deveria prever al alguma norma que estabelecesse aproximadamente o seguinte: *nas companhias de ações com e sem valor nominal, em caso de que o preço de emissão apurado, em função dos critérios do § 1º do art. 170, seja inferior ao valor nominal, o preço de emissão se elevará até este valor, a fim de que todas as ações sejam emitidas por um só e mesmo preço.*

Parece que o legislador não se ocupou desta hipótese (uma companhia com ambas as categorias de ações), aliás perfeitamente possível, pois está prevista na Lei.

4. Destinação do Preço de Emissão

O valor nominal poderá ser pouco expressivo, mas aos olhos dos credores e de quantos se relacionam com a companhia ele garante a integridade do capital.

Emitir ações abaixo do valor-quociente, como pode acontecer com as ações sem valor nominal, equivale a diluir o capital preexistente ou a iludir terceiros. Não se dilui o patrimônio — que já estaria prejudicado — mas sim o capital fixo, preexistente ao aumento.

A rigor, quando uma companhia possui apenas ações sem valor nominal, a conta do capital, do passivo, não tem a significação nem o alcance que tem quando as ações possuem valor nominal. A coexistência dessas ações no mesmo capital cria, conseqüentemente, situações difíceis.

Nos aumentos de capital as ações sem valor nominal têm ou podem ter um preço a cada vez: aquele de emissão, com completo descaso pelo valor-quociente do capital fixo da companhia. De cada vez o aumento será o produto do número de ações emitidas pelo preço de emissão. Assim, uma companhia com 100 ações sem valor nominal e Cr$ 1 milhão de capital que desejasse aumentá-lo em Cr$ 500 mil sendo o preço fixado para a emissão de Cr$ 50 teria de emitir mais 100 ações. Em outra oportunidade o preço de emissão poderá ser diferente — e sempre esse preço será fixado sem reparar no valor-quociente, que não interessa no caso.

Daquele preço de emissão os administradores ou a assembléia geral podem ainda destinar uma parte à conta de reserva de capital. Poderão inclusive prever a reserva dessa parcela, quando da fixação do preço, e escolher essa destinação apesar do preço de emissão ser inferior ao valor-quociente, já que este não é considerado numa visão pura das ações sem valor nominal. Não seria correto dizer que do preço de emissão só se poderá destinar à reserva do capital a parte que exceder o valor-quociente. Numa companhia de ações sem valor nominal as contas do patrimônio líquido estão intimamente conectadas com as ações. Quando as ações têm seu próprio valor nominal essa conexão não é imediata, mas mediata: dá-se através da conta do capital nominal.

Essa liberdade de destinação por parte do órgão que fixa o preço de emissão das ações sem valor nominal não é tão grande, porém, em se tratando de ações preferenciais, com a preferência do reembolso antecipado, em caso de liquidação. Mas não sendo as ações de reembolso preferencial o órgão que fixa o preço de emissão tem liberdade para determinar a destinação do preço de emissão, entre as contas do capital e da sua reserva.

Imagine-se, mantendo o exemplo da companhia que tivesse ações com e sem valor nominal, a quantidade de critérios divergentes que poderiam ser manipulados pelo órgão que fixa o preço de emissão.

Se esse preço for superior ao valor das ações com valor nominal, só o excesso daquele preço destinar-se-ia à reserva de capital. Entretanto, aquele órgão poderia

destinar um outro montante das ações sem valor nominal, maior ou menor — criando assim disparidades que, sem dúvida alguma, teriam reflexos no patrimônio. Na destinação do preço de emissão, em se tratando de ações sem valor nominal, aqueles órgãos agem com absoluta liberdade, destinando quanto quiserem — sem limite algum — às contas de reserva.

Se o preço de emissão for inferior ao valor nominal as divergências podem acentuar-se. Em primeiro lugar, como já dissemos, porque as ações com valor nominal serão emitidas por esse valor nominal, já que é proibido emiti-las abaixo do valor par. Elas carrearão mais recursos ao capital, portanto, do que as ações sem valor nominal. E se, além disso, o órgão decidir levar uma parte do preço destas à conta de reserva, poderá fazê-lo, criando uma maior distância entre os aportes destas e daquelas ações à conta do capital. Cabe aqui perguntar: nessa companhia, as ações sem valor nominal terão o mesmo voto que as ações com valor?

A solução, quando a companhia tiver ambas as ações, dentro da linha já acima sugerida, seria a seguinte: *a destinação do preço da emissão deveria ser idêntica para ambas as ações, de maneira que só fosse possível destinar à conta de reserva aquilo que excedesse o valor nominal, em conformidade com o § 2º do art. 13.* De resto, já *nos declaramos contrários à emissão de ações sem valor nominal a preço inferior ao do valor nominal das outras ações da mesma companhia.*

4.1. Preço de emissão e valor-quociente

Não é demais lembrar que o valor-quociente é o resultado da divisão do capital fixo pelo número de ações.

Quando o capital é composto exclusivamente de ações com valor nominal, em todo momento se mantém a igualdade entre o valor-quociente e o valor nominal. É impossível alterar essa correlação de igualdade, já que as ações com valor nominal nunca se emitem abaixo desse valor e, por outro lado, quando são emitidas a um valor superior ao valor nominal, o excedente é lançado na conta de reserva do capital, e não na conta do capital. Destarte, a igualdade entre o valor nominal e o valor-quociente sempre permanece. O capital assim composto é como um mar sem marés: sempre calmo.

Quando o capital é composto exclusivamente de ações sem valor nominal, o valor-quociente, tecnicamente falando, nada tem a ver com o valor de emissão. O preço de emissão é estabelecido em conformidade com os critérios já conhecidos, sem que entre eles figure o valor-quociente. Assim, o preço de emissão poderá ser superior ao valor-quociente — formando então o produto da subscrição um reforço do capital — ou inferior ao valor-quociente — ocasionando então uma diluição do

capital. O capital composto por ações sem valor nominal é como um mar sujeito a marés; o aumento pode-se refletir em preamar ou baixa-mar.

Por isso, quando o capital da companhia consistir de ações com e sem valor nominal, facilmente acontecerá de o valor das ações sem valor nominal não ser igual ao valor-quociente. As ações sem valor nominal produzirão o efeito das marés no capital: quando emitidas a preços altos dilatarão o capital (preamar), e quando emitidas a preços baixos diluí-lo-ão (baixa-mar).

Um quadro poderá dar uma idéia mais clara deste efeito:

Capital	*Ação c/Valor Nominal*	*Ação s/Valor Nominal*	*Valor Quociente*
Cr$ 1.000.000,00	50 x Cr$ 10.000,00	50	Cr$ 10.000,00
Aumento	*Preço emissão*	*Preço emissão*	
Cr$ 375.000,00	25 x Cr$ 10.000,00	25 x Cr$ 5.000,00	Cr$ 7.500,00
Novo capital			
Cr$ 1.375.000,00	75 x Cr$ 10.000,00	75	Cr$ 9.166,66

Pode-se observar no quadro que o valor-quociente do capital, se antes de ser aumentado era de Cr$ 10 mil, sendo igual ao valor das ações nominais, depois do aumento passou a ser de Cr$ 9.166,66 – já que as ações sem valor nominal, emitidas a Cr$ 5 mil carrearam menos recursos ao capital, diluindo-o e à alíquota das ações também, portanto.

Se a este efeito acrescentamos a permissão concedida pela Lei ao órgão que fixa o preço de emissão para decidir sobre destinação da conta de reserva do capital, veremos que essa inflexão (distanciamento entre o valor-quociente e o valor nominal das ações com valor) se poderá acentuar cada vez mais. Aquele órgão pode, inclusive, sendo o preço de emissão superior ao valor nominal das ações, não destinar nada à reserva de capital, lançando todo o produto da subscrição de ações sem valor nominal na conta de capital.

A nosso ver, existe em tudo isto um critério de mais alcance para diferenciar as ações com valor e sem valor nominal, do que aquele outro, meramente formal, que consiste em dizer que umas apresentam um valor predeterminado e as outras não, sendo o seu valor o patrimonial ou qualquer outro – segundo o nível de participação que se deseje. Esse critério radica no efeito apontado: as ações sem valor nominal, sendo subscritas por preço de emissão distinto a cada vez e com livre destinação, têm o efeito de alterar a alíquota das ações, quando se aumenta o capital; já as ações com valor nominal não têm esse efeito perturbador sobre o capital preexistente, pois além de nunca serem emitidas abaixo do valor nominal, quando são emitidas acima desse valor, o excesso vai para reserva.

Fundos de Pensão Públicos e Privados nos Estados Unidos: Seu Papel no Desenvolvimento do Mercado de Capitais*

Eirik G. Furubotn e Peter S. Rose**

São os Fundos de Pensão que possibilitam o mecanismo através do qual podem se aposentar da força de trabalho ativa os funcionários de mais idade, cuja produtividade entra em declínio, de maneira satisfatória tanto para eles quanto para a sociedade. Nos Estados Unidos os Fundos de Pensão tornaram-se importantíssimos como investidores no mercado de capitais, particularmente nos mercados de títulos das empresas privadas. Ao final de 1977 os programas de aposentadoria públicos e privados detinham cerca de 450 bilhões de dólares em ativos, 54% dos quais representados pelos planos de pensão privados. Além do mais, há mais de 160 mil programas de pensão, privados e públicos, que adotam larga variedade de esquemas de financiamento, benefícios sociais e exigências para aceitação do funcionário. A experiência norte-americana dos Fundos de Pensão oferece um importante exemplo a outras nações que desejem encorajar o desenvolvimento de planos de pensão.

1. Introdução

Durante o século XX a busca de segurança econômica por parte de firmas, indivíduos e famílias nos países desenvolvidos intensificou-se. Nesses países a interdependência da economia urbana, industrial e voltada para serviços suplantou gradualmente a auto-suficiência econômica característica da economia de base agrária. As firmas começaram a ser cada vez mais afetadas pelas flutuações das condi-

* Título original: "Government and Private Pension Funds in the United States: Their Role in Capital Market Development". Tradução de Helena Portella Rapôso.

** Eirik G. Furubotn é Professor de Economia na Texas A & M University e Peter S. Rose é Professor de Finanças na mesma universidade.

ções econômicas nacionais e internacionais. Desligados da terra pela industrialização e pela decadência da agricultura, indivíduos e famílias viram-se frente a mercados de trabalho mais voláteis e à insegurança da aposentadoria prematura. Todos esses fatores concorreram para aumentar a importância dos programas de seguro social e individual.

Uma das maiores ameaças com que se depara o indivíduo ou a unidade familiar é a provável redução do poder aquisitivo na idade avançada. Esse risco geralmente é compensado, através de poupança particular, de planos de pensão, públicos e privados, ou de uma combinação de ambos (ver Melone [10, p. 1]). Numa definição bem ampla, uma pensão é:

> *"Um pagamento regular, geralmente vitalício, feito com o intuito de garantir uma renda de aposentadoria ao trabalhador. Esse pagamento poderá ser feito ao beneficiário, ao cônjuge, ou a filhos menores ou incapacitados". (Murray [12, p. 13]).*

Os Fundos de Pensão assumiram grande importância nos Estados Unidos como investidores no mercado de capitais, particularmente nos mercados de títulos das empresas privadas.

A partir de 1977 os programas de aposentadoria públicos e privados detinham cerca de 450 bilhões de dólares em ativos totais. Os planos de pensão privados (mais de 160 mil) respondiam por 54% desse total, ou seja, 241 bilhões de dólares.

TABELA 1 – Reservas dos Planos de Pensão Públicos e Privados Norte-Americanos

(em US$ milhões)

Tipo de Plano	Valor Contábil das Reservas				
	1960	1970	1975	1976	1977
Planos Segurados	18,8	40,1	67,4	...	...
Planos Não-Segurados	33,1	97,0	145,2	160,4	172,7
Total de Reservas	51,9	137,1	212,6	...	...

Fonte: Statistical Bulletin e Social Security Bulletin [14].

Os planos de pensão norte-americanos variam grandemente nas suas exigências quanto à sua aceitação do funcionário e o tempo de serviço anterior à sua elegibilidade, quanto ao financiamento e à magnitude dos benefícios, retenção e transferência destes benefícios. Há sabidamente dois tipos principais de plano: o público e o privado; mas cada um deles apresenta diversas subdivisões. Por exemplo: as pensões privadas incluem os Fundos de Empresas, os planos de organizações sem fins lucrativos, e os planos individuais (inclusive para autônomos). Os planos de pensão públicos são feitos em nome do funcionário público, como por exemplo o Serviço de Aposentadoria Civil, a Fundação de Seguridade Social (Seguro de Velhice, de Vida e contra Acidentes), o Serviço de Aposentadoria para Ferroviários e muitos fundos públicos estaduais e municipais.

Há várias outras formas de classificação dos planos de pensão privados norte-americanos: qualificados ou não-qualificados; segurados ou não-segurados (ou uma combinação dos dois); e financiados ou não-financiados. Os qualificados são os que estão de acordo com os regulamentos do Código de Imposto de Renda da Seção 401 (a), e com outros regulamentos subseqüentes; os não-qualificados são os que não estão de acordo com o IRS* e são mais onerosas, portanto, tanto para o empregado participante quanto para o empregador. Na medida em que os fundos são feitos em nome do empregado, o empregador terá de pagar o imposto no ano em que a contribuição for feita.

Num plano de pensão segurado as contribuições feitas pelo empregador para benefício futuro do funcionário participante são administradas por uma companhia de seguro, que prepara uma apólice de seguro individual ou em grupo para todo funcionário elegível. O tipo e a soma da cobertura do seguro serão determinados segundo os acordos prescritos no contrato de pensão. Eis alguns dos tipos mais comuns de seguro de pensão: *a*) apólices individuais de renda de aposentadoria; *b*) apólices individuais de seguro de vida; *c*) seguro em grupo permanente, e *d*) planos em grupo de anuidade. Para o empregador o custo vai depender (como nos outros planos de pensão) do número de funcionários, de sua idade e sexo, do tipo de cobertura de seguridade escolhido e das despesas referentes à efetivação do plano. Normalmente o custo pode ser determinado com precisão razoável através de dados estatísticos sobre seguro, dos registros das empresas (percentual de admissão e de rotatividade de mão-de-obra) e das tabelas atuariais.

O plano de seguro mais utilizado pelas empresas de grande e médio portes é a anuidade administrada em grupo, a qual oferece a vantagem de permitir às companhias de seguro aplicarem basicamente no mercado acionário as contribuições de pensão recebidas. Quando um funcionário segurado se aposenta vende-se apenas o número suficiente de ações para comprar uma apólice de anuidade, já liquidada,

* *Internal Revenue System* – Imposto de renda norte-americano. (Nota do Tradutor)

para o aposentado. No caso de ter havido aumento no valor da carteira de investimento (quer realizado quer não realizado), o empregador pode reduzir suas contribuições ao programa. Um plano de pensão não precisa necessariamente ter seguro total. O empregador pode escolher um plano pelo qual uma determinada parte das contribuições seja segurada e o restante posto sob custódia.

Costuma-se considerar o plano de pensão **não-segurado** (qualificado) um plano de custódia, pois por ele as contribuições do funcionário são postas sob a custódia de um banco, ou de um Fundo Mútuo, ou de outros gestores externos quaisquer; ou podem ser ainda administrados pela própria empresa. Esses recursos são então investidos no mercado de capitais, na expectativa de que os aumentos em seu valor de mercado, dividendos e juros venham a acumular valor suficiente para reduzir as contribuições do empregador. A Tabela 1 fornece uma idéia do porte e crescimento comparativos dos planos de pensão segurados em relação aos não-segurados. Ao final de 1977 os ativos dos Fundos privados não-segurados perfazia um total de aproximadamente 173 bilhões de dólares, caso se incluam nessa categoria os planos de pensão de administração sindical, as associações sem fins lucrativos e os Fundos de múltiplos empregadores. Em contraste, o valor contábil do total de reservas feitas para os planos segurados foi de 67 bilhões de dólares, em 1975 (nossos dados mais recentes), pouco menos da metade das reservas feitas para os planos não-segurados. Por conseguinte, um estudo cuidadoso das apólices de seguro e desempenho dos planos de pensão não-segurados oferece diretrizes muito úteis para a compreensão do papel dos Fundos de Pensão norte-americanos no mercado de capitais.

Os planos de pensão **financiados** são do tipo que envolve um contrato entre empregador e empregado, o qual estabelece expressamente que o empregador fará contribuições em benefício do empregado. Em contraste, o plano de pensão **não-financiado** envolve também um contrato entre o empregador e o empregado, no qual aquele se compromete a depositar fundos para o empregado. Na medida em que o empregador deposita uma soma considerável para benefício diferido do empregado, esses fundos são dedutíveis: o funcionário só precisa pagar imposto sobre eles quando os receber.

Todos esses tipos de planos de pensão desenvolveram-se com muita rapidez no período pós-guerra. Esse desenvolvimento reflete vários fatores: a ampliação da força de trabalho; o aumento do número de indivíduos em vias de se aposentar e que exigem proteção; o senso de responsabilidade cada vez maior dos empregadores quanto à aposentadoria de seus empregados; a necessidade dos empregadores de oferecer melhores planos de benefícios adicionais a fim de reduzir a rotatividade de mão-de-obra; as pressões inflacionárias que ameaçam reduzir o valor das rendas de aposentadoria; o esforço dos sindicatos no sentido de tornar os benefícios de pensão parte essencial dos contratos sindicais; e as vantagens fiscais para os planos que se qualificarem pelo Código do IRS. Por volta de 1976 estima-se que 45% dos funcionários da indústria privada norte-americana estavam cobertos por planos de pensão privados.

2. Benefícios Gerados pelos Programas de Pensões Públicos e Privados

É singular o fato de os EUA terem um setor de pensão privada e um de pensão pública igualmente importantes. Isso se deve principalmente aos benefícios relativamente baixos pagos pelos planos públicos se comparados à rentabilidade dos planos privados, particularmente para os indivíduos incluídos nas faixas de salários elevados. Para estes as pensões privadas são necessárias como complementação dos benefícios proporcionados pelos planos públicos. Os benefícios públicos também aumentam vagarosamente, o que constitui uma desvantagem em períodos de inflação acelerada.

Alguns observadores acham que as pensões privadas provocam grande impacto sobre o grau de eficiência e produtividade das forças de trabalho na economia. Os funcionários cobertos por pensões podem encarar os programas complementares de aposentadoria como uma manifestação de interesse pessoal da administração, por seu bem-estar futuro e reagir a isso elevando o moral e aumentando sua produtividade, sua eficiência e sua estabilidade. Se isso acontecer, o crescimento e a lucratividade a longo prazo das empresas que proporcionam programas complementares de aposentadoria a seus funcionários se intensificarão, e elas, em conseqüência, terão considerável vantagem na competição com outras empresas que não forneçam esses benefícios.

Os planos de pensão públicos e privados oferecem a seus beneficiários quatro tipos básicos de benefícios: benefícios de aposentadoria; benefícios por ocasião de morte; benefícios por incapacitação física; e benefícios para acidentados. Note-se que todos eles têm em comum assegurar a renda de aposentadoria, deva-se essa aposentadoria à doença, velhice ou morte.

No período pós-guerra desenvolveram-se planos complementares de renda muito semelhantes aos Fundos de Pensão, mas com algumas diferenças muito relevantes. Um dos mais importantes é o **plano de participação no lucro.** Tanto os planos de pensão qualificados quanto os planos de participação no lucro qualificados existem para proporcionar benefícios diferidos para o empregado, mas os meios pelos quais os dois tipos de plano atingem seus objetivos são bem diferentes. Por exemplo: os planos de participação no lucro estão diretamente subordinados ao lu-

cro da empresa, o que não acontece com os planos de pensão. Normalmente uma empresa que decide adotar um plano de participação no lucro depositará uma percentagem do lucro da empresa – digamos, 15% – num fundo fiduciário de participação no lucro. A contribuição anual do lucro da empresa para o fundo fiduciário será então creditada nas contas dos membros participantes. Os fideicomissários recebem um crédito proporcional a seu salário anual, o qual baseia-se, por vezes, em seu tempo de serviço na empresa. Alguns planos de participação no lucro permitem que os membros façam contribuições para suas próprias contas de participação no lucro, embora em alguns casos a empresa reduza sua contribuição em conformidade com o montante da contribuição feita pelo membro participante.

Quando o plano de participação no lucro é do tipo de benefício diferido, os recursos depositados nas contas do fundo de fideicomisso são aplicados, e a carteira de investimento normalmente sofre valorização através de dividendos, juros e ganhos de capital. As contas individuais dos membros também aumentarão, refletindo sua parcela no aumento líquido em valor. É claro, portanto, que uma redução no valor dos investimentos do fundo acarretará uma redução paralela no balanço contábil de todos os membros participantes. Se é fato que os planos de pensão reduzem a rotatividade da mão-de-obra, os planos de participação no lucro ao que parece estimulam os membros participantes a aumentarem o lucro da empresa. Nesse sentido os planos de participação no lucro ajudam a coadunar os objetivos financeiros da empresa com os de seus membros. Os planos de pensão podem não ser tão eficazes nesse ponto, porque a renda de aposentadoria que oferecem é fixa, predeterminada, e não proporcional ao lucro da empresa.

Há duas divergências principais entre os planos de pensão e os de participação no lucro. A primeira é a apropriação de benefícios, pela qual o funcionário adquire direito a uma dada percentagem das contribuições feitas em seu nome. Suponhamos, por exemplo, que um funcionário tenha entrado num plano de participação no lucro no dia 1º de janeiro de 1976, seu primeiro dia de trabalho, e contribua com uma porcentagem do seu salário, além da contribuição feita pela companhia; suponhamos também que essa contribuição da companhia seja integralmente concedida ao funcionário quatro anos depois (i.e., no dia 1º de janeiro de 1980); se esse funcionário se retirar do plano ou da empresa antes de concluídos os três anos estipulados como prazo para a apropriação, somente terá direito aos recursos com que contribuiu ele próprio para o plano (acrescidos de juros); ao montante dos recursos com que a empresa contribuiu para sua conta (mais, ou menos, perdas e ganhos) não terá o menor direito. Nessas circunstâncias essas contribuições são geralmente divididas entre os outros membros, sendo creditadas em suas contas segundo uma determinada fórmula de benefício. Por outro lado, se o funcionário permanece no plano até 2 de janeiro de 1980, as contribuições da empresa para sua conta seriam concedidas integralmente, e quando do término do seu contrato ele teria direito ao total dos recursos depositados.

TABELA 2 – Número de Funcionários Cobertos por Planos de Pensão Privados e por Planos de Participação no Lucro Diferidos em Anos Selecionados

(em milhões)

Ano	Segurados	Não-Segurados	Total
1930	–	–	2,7
1935	–	–	2,7
1940	–	–	4,1
1945	–	–	6,4
1950	2,6	7,2	9,8
1960	4,9	16,3	21,2
1965	6,2	19,1	25,3
1970	8,9	22,0	30,9
1971	9,0	22,8	31,8
1972	9,5	24,0	33,5
1973	10,2	25,6	35,8
1974	10,8	26,2	37,0
1975	11,6	26,8	38,4

Fonte: Friend et alii [3, p. 399] e Social Security Bulletin [14].

Nos Estados Unidos a maioria dos planos de participação no lucro não concedem direito de apropriação ao funcionário nos três primeiros anos, começando a partir desse prazo a permitir a apropriação de 10% das contribuições anuais da companhia (mais, ou menos, as eventuais perdas e ganhos) para o empregado. No último exemplo o funcionário teria direito ao valor integral da sua conta treze anos após sua entrada no plano. Nos planos de participação no lucro, o prazo para a apropriação e a percentagem que concederá serão estabelecidos pelos diretores dos planos individuais, não estando sujeitos a restrições legais.

Há planos de participação no lucro que permitem ao funcionário retiradas parciais das contribuições da empresa (até 100%) após um prazo inicial. Esse direito à retirada é oferecido apenas pelos fundos que concederam direito de apropriação ao funcionário, e sempre incluem quaisquer contribuições feitas por ele próprio para o plano. Os planos de pensão, pelo contrário, não permitem nenhuma retirada parcial enquanto o funcionário trabalhar na empresa.

As implicações dos planos de participação no lucro quanto ao imposto de renda vão depender de eles serem ou não planos de benefício diferido para funcionários, qualificando-se ou não na Seção 401(a) do Código de Imposto de Renda. (Posteriormente discutiremos em detalhes no presente artigo os planos qualificados.) Caso o plano seja aprovado, a empresa pode deduzir de sua renda operacional quaisquer contribuições feitas a ele, abatendo-as da renda tributável. Os membros do plano incluídos na categoria de não-retirada só terão de pagar imposto de ganhos de capital sobre sua renda no momento em que se retirarem do plano subtraindo, naturalmente, o montante de suas contribuições (em termos líquidos),

desde que essas contribuições já tenham sido taxadas na época em que foram feitas. Os membros que optaram por fazer retiradas periódicas estarão sujeitos às taxas normais de imposto de renda sobre todas as contribuições feitas pela empresa na época em que puderem ser apropriadas pelos indivíduos, não importando se o membro realmente efetua essas retiradas ou não.

TABELA 3 – Número de Pessoas Cobertas pelos Principais Planos de Pensão Privados e Programas de Aposentadoria Norte-Americanos – 1930-75

(em milhares)

Ano	Planos Privados		Planos Públicos				
	Segurados	Não-Segurados	Aposentadoria p/Ferroviários	Funcionários Federais Civis[2]	Funcionários Públicos Estaduais e Municipais	Total	OASDHI[3]
1930	100	2.700	1.445	432	800	5.477	–
1935	285	2.525	998	483	1.000	5.291	–
1940	695	3.565	1.346	745	1.527	7.878	30.512
1945	1.470	5.240	1.842	2.928	1.976	13.456	39.418
1950	2.755	7.500	1.745	1.856	2.854	16.710	42.171
1955	4.105	12.290	1.574	2.262	4.877	24.108	60.674
1960	5.475	17.540	1.246	2.557	5.090	31.908	67.517
1965	7.040	21.060	1.176	2.893	6.685	38.854	78.489
1970	10.980	23.900	1.055	3.327	8.450	47.712	87.545
1971	11.480	24.500[1]	1.035	3.596	9.083	46.674	88.777
1972	11.545	27.400	1.575	3.737	9.563	53.820	103.976
1973	12.485	28.700	1.582	4.030	10.050	56.847	108.268
1974	13.335	29.240	1.592	4.057	10.835	59.059	108.854
1975	15.195	30.300	1.578	4.278	11.230	62.581	110.085

Nota: Esses dados representam várias épocas do ano, visto que os anos fiscais dos planos não são necessariamente os mesmos. Isto não afeta as tendências de cada ano. O número de pessoas cobertas não inclui acidentados ou dependentes de funcionários ou beneficiários falecidos, exceto em alguns casos, e calcula-se que o número total incluído seja relativamente pequeno. Esses dados não incluem as aposentadorias de membros das forças armadas nem as pensões dos veteranos.

1 Estimativas.

2 Inclui membros do U.S. Civil Service Retirement System, o Tennessee Valley Retirement System, e o Retirement System of the Federal Reserve Banks, que inclui o Bank Plan e o Board of Governors' Plan.

3 Inclui pessoas empregadas com cobertura a efetivar-se no final do ano (incluindo os autônomos) e os funcionários aposentados por idade ou incapacitação.

Fonte: Life Insurance Fact Book – anos selecionados.

Os planos de pensão não se relacionam diretamente com os lucros da empresa, mas a longo prazo esses lucros podem influenciá-los fortemente. Obviamente uma firma que não obtém lucro ou que sai do mercado será muito pressionada no sentido de fazer uma reserva de fundos que garanta a seus funcionários os benefícios de aposentadoria. Uma vantagem muito clara dos planos de pensão sobre os de participação no lucro é a possibilidade que oferecem de se poder segurar os benefícios no momento em que o plano é estabelecido. Por exemplo: suponha-se que um dado grupo de funcionários ainda tenha cinco anos de trabalho para se aposentar, e que seu empregador vai estabelecer ou um plano de pensão ou um de participação no lucro; admitindo-se que esse grupo seja passível de aceitação em ambos os planos e que adotará o plano escolhido pela diretoria, seria mais vantagem ficarem com um plano de pensão, pois isto lhes garantiria automaticamente, pelo resto da vida, uma renda de aposentadoria. Caso, porém, a empresa escolhesse um plano de participação no lucro e obtivesse um alto lucro nos cinco anos subseqüentes, os funcionários aposentados receberiam apenas uma parcela da participação no lucro da empresa referente a esses cinco anos, que não representa benefícios vitalícios.

3. Características Básicas de um Plano de Pensão

Em 1974 os Estados Unidos aprovaram uma vasta legislação relativa à administração dos planos de pensão privados. Essa nova legislação é conhecida oficialmente como Employee Retirement Income Security (Lei de Seguridade da Renda de Aposentadoria do Funcionário), e popularmente como Pension Reform Act (Lei da Reforma de Pensão); ela abrangia não só os planos existentes na época em que foi assinada pelo Presidente Richard Nixon, como também os que viriam a surgir. Todos os planos existentes foram instados a se adequarem às cláusulas da Lei da Reforma de Pensão até o dia 1º de janeiro de 1976. Algumas das cláusulas mais importantes da nova Lei são: direito de apropriação ou renda de aposentadoria garantida; concessão de benefícios de pensão uniforme; elegibilidade prévia para participação e cobertura dos funcionários; seguro dos benefícios; benefícios potenciais maiores para os autônomos; e maior financiamento de obrigações concedidas por tempo de serviço. Para esclarecer melhor as modificações feitas pela Lei da Reforma de Pensão, analisaremos as características básicas de um plano de pensão antes da promulgação dessa Lei (como definido na Seção 401 do Código de Imposto de Renda) e então ressaltaremos as mudanças dela resultantes.

3.1. Exigências para participação em um plano de pensão

De acordo com as disposições do Serviço de Imposto de Renda o empregador é livre para decidir quais empregados participarão do plano de pensão da empresa. Interessam-lhe acima de tudo os custos relativos à extensão da cobertura a outros grupos de empregados. Por exemplo: os funcionários contratados por serviços tem-

porários geralmente são excluídos por estarem permanentemente sob o risco de rotatividade (principalmente devido a idade e sexo), o que aumentaria consideravelmente os custos do plano.

Outra preocupação do empregador é verificar o número de empregados próximos à idade de aposentar-se antes de incorporá-los ao plano. Um grande número destes poderia resultar em custos iniciais proibitivos. O norte-americano adulto de sexo masculino tem em média uma expectativa de vida de 72 anos. Provavelmente o empregador que tiver uma percentagem alta de funcionários na faixa de 60-65 anos achará simplesmente curto demais o prazo necessário para organizar apropriadamente o programa de aposentadoria.

O direito de apropriação é hoje um dos maiores problemas na área dos Fundos de Pensão. O empregador vê-se frente ao dilema de escolher entre ser justo para com todos os membros participantes – não importa seu tempo de serviço na empresa – ou reduzir os custos para um nível econômico mais acessível, e geralmente procura encontrar um meio-termo. Se um plano de pensão permitir apropriação total a partir do momento em que o funcionário entrar no plano, o empregador terá de pagar benefícios de aposentadoria no momento em que o membro participante se retirar do emprego. No entanto, se a apropriação for retida até que o funcionário atinja a idade de aposentar-se, qualquer funcionário que se retire do emprego antes disso perderá automaticamente o direito à renda de aposentadoria. A apropriação também tem um efeito direto sobre as contribuições do empregador, bem como sobre o método pelo qual ele as financia. A apropriação total imediata requer que o empregador pague anualmente um seguro de proteção a cada funcionário participante. O custo desse programa seria exorbitante na maioria dos casos, especialmente no das firmas pequenas.

Antes da aprovação da Lei da Reforma de Pensão os funcionários novos quase sempre tinham de esperar alguns anos antes de estarem aptos para entrar no plano de pensão. Pela Lei de 1974 no entanto, com raras exceções, um indivíduo com pelo menos 25 anos e um mínimo de um ano de tempo de serviço está automaticamente coberto pelo plano de pensão da empresa. Os que começam a trabalhar antes de completar 25 anos devem receber um crédito de até três anos por tempo de serviço passado. Ademais, os créditos de benefício não devem variar muito de ano para ano, a fim de evitar-se que um grupo de funcionários (os que têm mais tempo de serviço na empresa, por exemplo) receba uma renda de aposentadoria desproporcional em relação aos outros.

Essas medidas aceleram o acúmulo de benefícios, particularmente para os funcionários jovens; mas não garantem, por si só, a apropriação dos créditos de aposentadoria do funcionário. A Lei da Reforma de Pensão norte-americana oferece hoje várias opções às firmas, entre as quais a apropriação parcial imediata, a apropriação

total de 10 a 15 anos e a apropriação total obrigatória aos 45 anos de idade do funcionário.

Não obstante, mesmo tendo seu direito de apropriação parcial ou total garantido por um plano o funcionário pode não receber os créditos a que fizer jus. Se a empresa em que trabalha se retirar do mercado, ou for incorporada, ou simplesmente cancelar seu plano, o funcionário pode perder seus benefícios. Mas a Lei da Reforma de Pensão resolveu este problema, ao exigir que a partir de 1º de janeiro de 1976 todos os planos de pensão tivessem um financiamento total em bases correntes. Além disso um novo órgão – Pension Benefit Guarantee Corporation (Empresa de Garantia do Benefício de Pensão) – segura a apropriação de benefícios até o máximo permitido por lei. O seguro é financiado por uma tributação anual a ser paga pelos planos de pensão empresariais e sindicais – atualmente de um dólar por funcionário para os planos das empresas e meio dólar para os dos sindicatos. O benefício máximo segurado atualmente é de 750 dólares mensais. Hoje a lei federal exige que os ativos de um plano de pensão sejam independentes da companhia empregadora, de forma a que mesmo se a firma falir os benefícios acumulados sejam pagos aos funcionários.

O empregador deve decidir se dará ou não a seus empregados permissão para fazerem contribuições para o plano. Essa é uma decisão difícil. É certo que tal permissão reduziria as contribuições do empregador e levantaria o moral dos funcionários, diminuindo a rotatividade de mão-de-obra, mas, por outro lado, os custos e os riscos talvez sejam maiores, visto que neste tipo de acordo sempre que um empregado resolver se retirar do plano deve haver disponibilidade de fundos para o pagamento de todas as contribuições que houver feito (mais juros).

3.2. Benefícios de aposentadoria

Atualmente todo plano de pensão norte-americano tem de especificar claramente seus benefícios. Quanto a este aspecto classificam-se em duas categorias: planos de compra em dinheiro e planos de benefício fixo. Os planos de compra em dinheiro especificam com que percentagem do valor bruto da folha de pagamento bruto (excluindo bônus e extras), o empregador se dispõe a contribuir para os empregados participantes. Esses planos podem permitir ou não que o funcionário faça contribuições. Geralmente as contribuições são utilizadas na aquisição de algum tipo de seguro. O valor dos benefícios de aposentadoria será determinado segundo salário, idade, sexo e tempo de serviço do funcionário. A desvantagem maior desse plano para o empregado é que os depósitos que geram renda durante maior espaço de tempo são, logicamente, aqueles que primeiro são registrados, os quais são via de regra bem inferiores ao que ele recebe na época em que se aposenta. Outra desvantagem desse plano para o empregado é que o total em dólares do seguro adquirido

decresce com o tempo. Os empregadores preferem geralmente o plano de compra em dinheiro, porque ele lhes possibilita um cálculo de custos mais preciso do que os outros métodos.

TABELA 4 – Fundos de Pensão Segurados como Percentagem do Ativo Total do Seguro de Vida

	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Ativos de Pensão Segurados (em US$ bilhões)	27,3	29,4	32,0	35,0	37,9	41,2
Ativos Totais de Companhias de Seguro de Vida (em US$ bilhões)	158,9	167,5	177,8	188,6	197,2	207,3
Percentagem dos Ativos Totais de Seguro de Vida que são Ativos de Pensão Segurados	17,2	17,5	18,0	18,5	19,2	19,8
	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Ativos de Pensão Segurados (em US$ bilhões)	41,2	46,4	53,7	58,0	67,4	...
Ativos Totais de Companhias de Seguro de Vida (em US$ bilhões)	222,2	239,7	252,4	263,3	289,3	321,6
Percentagem dos Ativos Totais de Seguro de Vida que são Ativos de Pensão Segurados	18,5	19,3	21,2	22,0	23,0	...

Fonte: Life Insurance Fact Book 1977 e Statistical Bulletin (vários números).

O outro tipo básico de plano de benefício é o plano de benefício fixo. Neste tipo de acordo o empregador compromete-se a pagar uma quantia específica de renda de aposentadoria. As contribuições feitas pelo empregador variam, visto que ele tem de pagar o quanto for necessário para que o funcionário receba o benefício prometido. Há várias fórmulas para determinar-se com precisão os benefícios de que o funcionário disporá quando se aposentar; algumas só se aplicam a rendas, outras à combinação das rendas com o serviço, e outras, ainda, levam em consideração os últimos cinco ou 10 anos de rendimentos pagos ao funcionário.

3.3. Outras características

Entre outras características dos planos de pensão norte-americanos que dependem da decisão das empresas destaca-se o alcance dos benefícios em caso de morte e de incapacitação física ou mental. Mais uma vez as necessidades e inclinações do empregador afetarão diretamente suas decisões no que concerne à inclusão desses benefícios no plano. A pressão dos sindicatos, por exemplo, pode forçar o empregador a incluir ambos, além de outros. Uma mudança das condições econômicas pode compelir o empregador a alterar ou mesmo cancelar seu programa de aposentadoria. Para poder efetuar redução ou cancelamento num programa de aposentadoria qualificado, o empregador é obrigado a provar ao Imposto de Renda que tem motivos muito fortes para tal; se não for convincente o bastante perderá suas vantagens fiscais e correrá o risco de ter de pagar toda a taxa de imposto de renda da empresa sobre todas as contribuições feitas desde o início do programa.

3.4. Transferência de créditos diferidos

Alguns dos planos de pensão atualmente em vigor permitem ao funcionário participante transferir seus fundos de aposentadoria acumulados de uma empresa para outra, mesmo que ainda não estejam disponíveis. Assim, caso o funcionário saia de uma empresa e vá trabalhar em outra que também faça parte do programa de aposentadoria multi-empresarial, ele não terá de recomeçar a compor sua renda de aposentadoria. Atualmente esses programas não são muito numerosos nos Estados Unidos. Um ótimo exemplo é o plano de pensão para professores universitários: o TIAA – Teachers Insurance and Annuity Association – e o CREF – College Retirement Equity Fund – permitem ambos que os funcionários mudem de emprego sem perder o direito aos depósitos já creditados em suas contas. É bem provável que nos próximos anos essa forma de programa de aposentadoria multi-organizacional se dissemine amplamente nos Estados Unidos.

4. Legislações Relativas aos Planos de Pensão

Antes de entrar em vigor a Employee Retirement Income Security Act, de 1974, os planos de pensão privados eram dirigidos basicamente pelas leis de impostos federais, que permitem aos empregadores a dedução dos valores com que contribuírem para um fideicomisso de pensão ou para uma companhia de seguros que ofereça várias opções. Essas leis do imposto ainda têm validade, e um resumo das suas cláusulas poderá ser-nos útil para a compreensão dos fundos de pensão norte-americanos. Segundo elas os planos de pensão classificam-se em qualificados ou não-qualificados. O plano de pensão qualificado é o que atende às seguintes especificações:

a) O plano deve cobrir 70% ou mais dos funcionários da empresa, ou, se o plano exigir deles contribuições e se 70% ou mais dentre eles forem passíveis de participação no plano, pelo menos 80% destes devem se candidatar. De acordo com esta última cláusula, se 70% dos funcionários da empresa forem passíveis de participação, apenas 56% do total de empregados terão de ser cobertos. Na aplicação dessa exigência não é necessário levar

em consideração os funcionários com tempo de serviço inferior ao período mínimo para inscrição prescrito no plano (que não deve exceder cinco anos); o mesmo se dá com relação aos funcionários que habitualmente não trabalham mais que cinco meses em qualquer ano de calendário.

b) O plano deve beneficiar os funcionários seguindo a classificação estabelecida pelo empregador e julgada não discriminatória (em favor de funcionários públicos, acionistas ou funcionários de melhor remuneração) pelo Imposto de Renda.

c) O plano de classificação deve ser apresentado por escrito, fornecendo todas as cláusulas exigidas para essa classificação.

d) O plano deve ser comunicado aos funcionários da firma.

e) O plano tem de esclarecer que quaisquer contribuições feitas pelo empregador para o fundo fiduciário são irrevogáveis, não podendo ser desviadas para nenhuma outra finalidade até que todas as exigências do fundo fiduciário tenham sido atendidas.

f) Os benefícios produzidos pelo plano devem ser determinados com precisão (do ponto de vista atuarial).

g) O empregador tem que utilizar os recursos aos quais os funcionários perdem o direito – por se retirarem do plano ou por não estarem aptos a recebê-los – para amortizar sua contribuição, ao invés de aumentar os benefícios dos demais funcionários.

h) O plano deve ser de caráter permanente.

i) A apropriação total é obrigatória à época em que o funcionário atingir a idade usual de aposentadoria (ou mais cedo, conforme especificado pelo plano particular).

j) Nos planos de pensão em grupo e nos de fundo de fideicomisso o empregador pode deduzir as despesas operacionais usuais e mais uma quantia (que não deve exceder 10% do custo) a crédito de serviços que foram ou estão sendo prestados.

k) A renda de investimento sobre as contribuições do empregador normalmente não está sujeita ao imposto de renda federal; os funcionários não pagam imposto sobre sua parcela do fundo até o momento em que a recebam, ou que lhes esteja disponível.

l) A soma bruta dos pagamentos do fundo de aposentadoria efetuados ao funcionário geralmente é tributada à taxa vigente de ganhos de capital de longo prazo.

m) Os funcionários participantes não podem fazer retiradas parciais.

TABELA 5 – Distribuição de Ativos das Companhias de Seguro de Vida Norte-Americanas

(em US$ bilhões)

Ano	Títulos Públicos	Títulos de Empresas		Hipotecas	Imóveis	Apólices Várias		Total
		Debêntures	Ações			Empréstimos	Ativos	
1930	1.502	4.929	519	7.598	548	2.807	977	18.880
1940	8.447	8.645	605	5.972	2.065	3.091	1.977	30.802
1950	16.118	23.248	2.103	16.102	1.445	2.413	2.591	64.020
1960	11.815	46.740	4.981	41.771	3.765	5.231	5.273	119.576
1970	11.068	73.098	15.420	74.375	6.320	16.064	10.909	207.254
1972	11.372	86.140	26.845	76.948	7.295	18.003	13.127	239.730
1973	11.403	91.796	25.919	81.369	7.693	20.199	14.057	252.436
1974	11.965	96.652	21.920	86.234	8.331	22.862	15.385	263.349
1975	15.177	105.837	28.061	89.167	9.621	24.467	16.974	289.304
1976	20.260	120.666	34.262	91.552	10.476	25.834	18.502	321.552
								(em %)
1930	8,0	26,0	2,8	40,2	2,9	14,9	5,2	100,0
1940	27,5	28,1	2,0	19,4	6,7	10,0	6,3	100,0
1950	25,2	36,3	3,3	25,1	2,2	3,8	4,1	100,0
1960	9,9	39,1	4,2	34,9	3,1	4,4	4,4	100,0
1970	5,3	35,3	7,4	35,9	3,0	7,8	5,3	100,0
1972	4,8	35,9	11,2	32,1	3,0	7,5	5,5	100,0
1973	4,5	36,4	10,3	32,2	3,0	8,0	5,6	100,0
1974	4,5	36,7	8,3	32,8	3,2	8,7	5,8	100,0
1975	5,2	36,6	9,7	30,8	3,3	8,5	5,9	100,0
1976	6,3	37,5	10,7	28,5	3,3	8,0	5,7	100,0

Fonte: Life Insurance Fact Book (vários anos).

Qualquer plano de pensão que não se ajuste a todas as exigências supracitadas será considerado não-qualificado e não gozará de vantagens fiscais.

A Lei da Reforma de Pensão de 1974 efetuou algumas modificações nas exigências listadas acima; eis algumas das suas cláusulas mais importantes:

Elegibilidade – A lei não obriga nenhuma empresa a ter um plano de pensão, mas às que o tiverem ela faz a seguinte exigência: a partir de janeiro de 1976 tanto os planos antigos quanto os novos terão de cobrir todos os empregados que tiverem no mínimo 25 anos de idade completos, e, pelo menos, um ano de serviço. O empregador pode exigir também três anos de serviço do funcionário antes de inscrevê-lo no plano de pensão, se lhe for concedido, a partir daí, o direito de apropriação total.

Apropriação – Há três alternativas que o empregador pode escolher para possibilitar aos seus empregados o acúmulo de benefícios pagáveis à idade normal de aposentadoria – 65 anos, se o plano não especificar uma outra. A primeira é estabelecer que após 10 anos de trabalho o funcionário não correrá mais o risco de perder seus créditos de pensão, mesmo que se demita; a segunda é conceder ao funcionário, após cinco anos de serviço, o direito de dispor de 25% dos créditos acumulados – os benefícios não-embargáveis aumentam gradualmente para 50% após 10 anos, e para 100% depois de 15 anos; a terceira é adotar a Regra dos 45, que garante ao funcionário, tão logo complete cinco anos de casa, acesso à metade dos benefícios quando seus anos de serviço somados a sua idade perfizerem um total de 45 anos. Essa regra permite um aumento progressivo até a apropriação total, e concede aos funcionários mais jovens o direito aos benefícios totais de pensão após 15 anos de serviço.

Financiamento – Para deduzir do Imposto de Renda as contribuições feitas à pensão os empregadores devem contribuir anualmente com uma quantia suficiente para cobrir os custos futuros das pensões pagas naquele ano. Devem também começar a compor um fundo sobre uma base satisfatória dentro de 30 a 40 anos, para pagar quaisquer obrigações de pensão passadas que não tenham sido financiadas. Esse sistema é semelhante ao do pagamento da hipoteca de uma casa. Os planos constituídos por apenas um empregador foram compelidos a satisfazerem essas exigências a partir de 1976, e os planos constituídos por diversos empregadores terão de fazê-lo até 1980.

Divulgação de informações – Os funcionários recebem descrições bem claras do seu plano de pensão, além de ter acesso aos outros demonstrativos contábeis pertinentes. Ademais, o Ministro do Trabalho poderá exigir informações relevantes do empregador e processar as empresas que não organizarem apropriadamente seus arquivos.

Padrões fiduciários – As autoridades que administram os Fundos de Pensão estarão expressamente proibidas de efetuar uma série de transações – tais como comprar para o fundo propriedades que lhes pertençam – e estarão sujeitas a penalidades se revelarem uma má administração desse fundo. Eventuais conflitos de interesse existentes nas decisões de investimento serão cuidadosamente examinados.

Os planos de pensão que detiverem ações e imóveis do empregador devem reduzir esses bens a 10% do seu ativo até 1987. (Os planos de participação no lucro que financiam programas de aposentadoria estão liberados dessa exigência, mas estão sujeitos às regras de elegibilidade e de apropriação.)

Seguro contra suspensão do plano – Como já dissemos anteriormente, a nova lei cria uma nova instituição, a PPBGC – Public Pension Benefit Guarantee Corporation – para proteger aproximadamente 23 milhões de membros de planos de benefícios de aposentadoria. Se algum plano falir sem um ativo suficiente para pagar os benefícios, a PPBGC terá condições de pagar aos funcionários até 750 dólares mensais, utilizando os 100 milhões de dólares iniciais conseguidos através de instituições de empréstimo e dos prêmios de seguro pagos pelos empregadores. Esses prêmios são de um dólar anual para cada funcionário, ou meio dólar anual para os funcionários inscritos em planos conjuntos. A companhia poderia tentar recuperar os pagamentos de um fundo falido, e o empregador estaria sujeito a perder até 30% do patrimônio líquido de sua firma se o ativo do Fundo de Pensão fosse insuficiente para pagar os benefícios. (Os planos de participação no lucro estão isentos do seguro contra suspensão.)

Poupanças individuais de aposentadoria – Os funcionários que não estiverem cobertos por planos de pensão podem fazer poupanças individuais e deduzir da devolução do imposto de renda 15% da sua compensação anual, até um máximo de 1.500 dólares; os autônomos podem deduzir a mesma percentagem, num total de até 7.500 dólares anuais, o que contrasta com a limitação de 2.500 dólares imposta aos outros. Essa lei não abrange os planos de pensão federais, estatais ou municipais (Huatt [7]).

5. Fatores que Determinam o Crescimento da Indústria de Fundos de Pensão

A teoria e a prática dos Fundos de Pensão originaram-se na Inglaterra e chegaram aos Estados Unidos no final do século XIX. Os primeiros Fundos de Pensão norte-americanos "costumavam ser estabelecidos com amplo poder do empregador, o qual exercia controle total sobre o Fundo, e consistiam quase sempre numa conta segregada nos livros de contabilidade do empregador" (Hamilton & Bronson [5, p. 118]). Esses Fundos eram instituídos pelo empregador com o fito de proporcionar aos funcionários uma recompensa por seus serviços prolongados e fiéis; não eram comuns nem requeridos por lei. O primeiro programa de aposentadoria oficial dos Estados Unidos foi desenvolvido em 1875, pela American Express Company. Embora outros fundos logo surgissem, seu crescimento foi bem lento até a década de 40 (McGill [9, p. 161]). Provavelmente não havia mais de 350 planos de pensão privados financiados operando em 1930, e não mais que 1.500 por volta de 1940, cobrindo aproximadamente quatro milhões de funcionários (ver Tabela 3).

TABELA 6 – Ativos dos Fundos de Pensão Privados Não-Segurados. Anos Selecionados: 1929-76

(em US$ milhões)

	1929	1933	1945	1955	1960	1965
Dinheiro e Depósitos	25	35	87	343	550	940
Títulos do Governo	50	70	1.305	2.936	2.680	2.990
Debêntures Empresariais e Outras	300	420	1.045	7.275	15.700	23.130
Ações de Empresas	100	140	347	2.958	10.730	25.120
Ações Preferenciais	–	–	–	510	780	750
Hipotecas	–	–	–	146	1.300	3.380
Outros Ativos	25	35	116	511	1.400	2.870
Totais	**500**	**700**	**2.900**	**14.230**	**33.140**	**59.180**
	1970	**1972**	**1973**	**1974**	**1975**	**1976**
Dinheiro e Depósitos	1.780	1.860	2.340	3.530	2.962	2.199
Títulos do Governo	3.030	3.690	4.400	5.090	10.764	14.713
Debêntures Empresariais e Outras	29.210	28.210	30.330	33.680	37.809	39.070
Ações de Empresas	50.890	74.580	80.590	79.740	83.654	93.359
Ações Preferenciais	1.710	1.480	1.260	1.140	1.188	1.250
Hipotecas	4.240	3.000	2.760	2.720	2.383	2.369
Outros Ativos	4.660	4.710	4.850	5.740	6.406	7.454
Totais	**95.510**	**117.530**	**126.530**	**131.620**	**145.166**	**160.414**

Fonte: Para os anos de 1922 a 1955: I. Friend [3, pp. 405 e 521]; e para os anos de 1960 a 1976: EUA [2, vários números].

Os planos de pensão do Governo Federal – tais como Seguro Social, de Velhice, de Acidentes e de Incapacitação Física ou Mental – são bastante recentes (o primeiro data de 1935, os demais, de 1937), mas já havia planos para o funcionário público em 1895; o primeiro deles surgiu em 1896, no estado de Nova Jérsei, e cobria professores (Hamilton & Bronson [5, p. 331]).

Nos Estados Unidos as pressões causadas pela competição, pelos custos crescentes da energia e pela escassez dos recursos de capital estabeleceram um prêmio por eficiência nas operações financeiras. Uma das maneiras pelas quais uma firma pode tentar maximizar sua eficiência é aumentar a produtividade, com base nos recursos de que dispõe. A produtividade do trabalho é um fator vital no nível global de eficiência de uma firma, de modo que torna-se necessário um método sistemático de reduzir o número de funcionários aposentados. Os empregados cobertos por um plano de pensão podem retirar-se da força de trabalho ativa sem deixar de ter renda suficiente para evitar que precisem fazer retiradas dos benefícios do bem-estar social. No que tange aos diretores de firmas, os Fundos de Pensão lhes fornecem o mecanismo que possibilita ao funcionário idoso, o qual pode ter se tornado um passivo ao invés de um ativo (em termos de produtividade), aposentar-se condignamente, de modo aceitável tanto para ele quanto para a sociedade.

Nos Estados Unidos o desenvolvimento dos sindicatos afetou profundamente o movimento dos Fundos de Pensão. Durante o século XIX e no início do XX os sindicatos promoviam uma campanha ferrenha para a criação de planos de pensão patrocinados pelo governo e pelos sindicatos; o mesmo não acontecia, no entanto, com relação a planos de pensão privados patrocinados pelas empresas. Mas a partir do final da década de 40 a atitude dos sindicatos com relação a estes últimos começou a mudar. Em primeiro lugar, muitos planos de pensão patrocinados pelos sindicatos entraram em crise ou faliram inteiramente com a Grande Depressão da década de 30 (J. Melone & E. Allen [11, p. 11]); em segundo lugar, a resistência do público a ajustes de salário generosos – e às greves que quase sempre os precediam – parecia crescer cada vez mais. Os líderes sindicais perceberam que os planos de pensão proporcionariam benefícios adicionais menos visíveis ao salário do funcionário; em terceiro lugar, muitos sindicatos compreenderam que o plano de Seguro Social do governo federal destinava-se a fornecer apenas uma base mínima de renda, não sendo suficiente, particularmente durante períodos de inflação. Em 1948 o National Labor Relations Board que determina os procedimentos para a barganha coletiva e para o estabelecimento de sindicatos, decretou que os programas de pensão passariam a incluir-se entre os acordos de barganha coletiva, o que contribuiu significativamente para o desenvolvimento dos planos de pensão (J. Melone & E. Allen [11]).

TABELA 7 – Saldos dos Maiores Fundos de Fideicomisso Federais. Anos Fiscais Selecionados: 1960-76

(em US$ milhões)

Fundo de Fideicomisso[1]	1960	1965	1969	1971	1973	1976[2]
Seguro Público de Velhice e Acidentados	20.829	20.180	28.119	34.344	36.428	37.067
Seguro Público de Incapacitação	2.167	2.007	3.659	6.409	7.807	6.460
Seguro de Saúde	–	–	2.353	2.599	2.389	4.114
Seguro de Desemprego	6.683	7.861	12.566	11.327	11.155	5.550
Aposentadoria de Ferroviários	3.916	4.016	4.633	4.825	4.588	3.466
Aposentadoria de Funcionários Públicos	10.267	16.108	20.491	25.033	31.070	42.675
Aposentadoria de Funcionários de Estradas de Rodagem	119	285	1.521	3.651	5.590	9.008
Seguro de Vida dos Veteranos	6.923	6.874	7.092	7.334	6.755	7.044
Total	**50.904**	**57.331**	**80.434**	**95.522**	**105.782**	**115.384**

Notas:

1 Os dados orçamentais usados nesta Tabela agrupam os saldos de certos fundos de fideicomisso inter-relacionados.

2 Estimativas.

Fonte: EUA [1] e U.S. Treasury Department.

Na década de 40 teve início um período de intenso desenvolvimento nos Estados Unidos, e até 1950 muitas empresas sindicalizadas adotaram um tipo qualquer de programa de aposentadoria. Entre 1940 e 1960 a competição entre empregadores por mais empregados aumentara continuamente, fazendo com que muitos dos que não ofereciam plano de pensão passassem logo a fazê-lo. As mudanças nas leis de imposto também impulsionaram o crescimento dos Fundos de Pensão. Antes de 1938 as contribuições do empregador para o programa de aposentadoria eram tributadas a uma taxa idêntica a do imposto de renda das empresas. As novas leis de impostos federais de 1938, 1942 e 1954 deliberavam que as contribuições feitas pelos empregadores para fundos de fideicomisso qualificados seriam dedutíveis do imposto e que os funcionários não pagariam imposto sobre benefícios de aposentadoria até que os recebessem (McGill [9, p. 68]).

As altas taxas de imposto que vigoram nos Estados Unidos desde a Segunda Guerra Mundial, juntamente com os programas de estabilização salarial promovidos pelo governo, estimularam os empregadores a depositar maiores parcelas dos lucros nos planos de pensão, para não perderem esses mesmos lucros no pagamento do imposto de renda. Os altos impostos também tornaram os planos de pensão patrocinados por empresas mais atrativos aos olhos dos funcionários, pois através dos programas de aposentadoria eles podem economizar mais, visto que não precisam pagar imposto sobre esses rendimentos imediatamente. Estima-se em 23.000 o número de planos de pensão qualificados surgidos entre 1938 e 1954; por volta desse ano a taxa de crescimento era de cerca de 300 novos planos por mês, e os planos de pensão norte-americanos cobriam 12 milhões de pessoas que contribuíam com aproximadamente 2,5 bilhões de dólares anuais (McGill [9, p. 63]). Desde meados da década de 50 o número dos planos e dos indivíduos por eles cobertos vêm aumentando mais lentamente, embora o crescimento nos ativos totais dos Fundos de Pensão tenha sido bem acelerado nos últimos anos. Tem-se evidenciado uma tendência crescente não no sentido de uma proliferação de novos planos de pensão, mas sim, no sentido da concessão de benefícios cada vez mais **generosos**. Como resultado, os ativos dos planos existentes apresentou um aumento significativo.

A Lei da Reforma de Pensão de 1974 trouxe novas opções de vantagens fiscais para milhões de cidadãos norte-americanos que antes não estavam cobertos por nenhum programa de aposentadoria. Ela permite aos funcionários não-cobertos por planos privados que apliquem até 15% da sua renda sem tributação, até um máximo de 1.500 dólares anuais. Os autônomos, tenham horário integral ou parcial, também têm direito a depositar 15% da sua renda sem pagar imposto, só que o teto é de 7.500 dólares para os de renda anual igual ou superior a 50.000 dólares e de 750 dólares para aqueles cuja renda fica entre 750 e 51.000 dólares, e aqueles com renda inferior a 750 dólares não estão sujeitos a qualquer tributação, podendo depositar toda a sua renda (Stan & Klapper [15]). Essas novas medidas posteriormente estimularam o desenvolvimento dos planos de pensão privados, e proporcionaram um volume enorme de poupanças adicionais aos mercados de capitais norte-americanos.

6. Mudanças nas Fontes e Usos dos Recursos dos Planos de Pensão

A importância maior dos Fundos de Pensão, do ponto de vista econômico-financeiro, está no seu impacto sobre o mercado de capitais da nação. Hoje as carteiras da maioria dos Fundos de Pensão incluem títulos dos mercados primário e secundário de ações, hipotecas, debêntures e títulos do governo. Na medida em que os Fundos de Pensão têm uma forte atuação na compra e venda em todas essas áreas, terão enorme impacto sobre o sistema financeiro nacional, principalmente sobre o custo e a disponibilidade do crédito no mercado de capitais de longo prazo (Life Insurance Fact Book [8, p. 36]).

6.1. O papel dos planos de pensão privados segurados no mercado de capitais norte-americano

Como já comentamos num item anterior, "são considerados segurados os compromissos de pensão financiados por depósitos ou pagamentos de prêmios a companhias de seguro" (Murray [12, p. 67]). Tais companhias participam de todos os segmentos do mercado de capitais norte-americano. No entanto, dados os tipos de exigibilidades que elas detêm e sua rotatividade média, tornaram-se predominantes no fornecimento de empréstimos a longo prazo, e principais compradores de hipotecas comerciais e industriais[1]. Ao final de 1975 os planos de pensão segurados cobriam 15 milhões de pessoas e, como mostra a Tabela 3, de 1940 a 1945 o número de indivíduos cobertos dobrou, e de 1945 a 1975 aumentou em quase 12 vezes. A Tabela 5 apresenta o crescimento dos ativos das companhias de seguro de vida norte-americanas. Ao final de 1976 os ativos totais de seguro era de 321,6 bilhões de dólares, ou seja, mais do que o quádruplo da cifra registrada em 1950. A Tabela 4 ilustra as alterações das reservas de Fundos de Pensão segurados como percentagem do ativo total de seguro no período compreendido entre 1965 e 1976. Essa percentagem apresentou-se em constante ascensão, chegando a 23% no final de 1975.

A Tabela 3 expõe a distribuição dos ativos das companhias de seguro de vida. Em 1940 os títulos públicos norte-americanos representavam 27,5% dos ativos da indústria, marca que baixou para 6,3% por volta de 1976. Nessa época os setores do mercado de capitais norte-americano em que as seguradoras mais investiam eram o das obrigações de empresas e o das hipotecas (que representavam 37,5% e 28,5% dos ativos totais de seguros, respectivamente). As companhias de seguro de vida investem, em contas individuais, mais de 80% do valor do ativo dos Fundos de

[1] Para uma discussão detalhada da atividade das companhias de seguro de vida no mercado de capitais norte-americano, veja Furubotn e Rose [4].

Pensão segurados, em contas separadas. Segundo a U.S. Securities and Exchange Commission,

> *"Essas contas possibilitam uma flexibilidade de investimentos maior que a permitida pelo fundo conjunto das companhias de seguro de vida. Ao final de 1969, 75% dos investimentos das contas individuais eram em ações" (Statistical Bulletin [16, p. 33]).*

Se as seguradoras continuarem a aumentar a percentagem dos Fundos de Pensão mantidos em contas individuais, é provável que haja um expressivo crescimento no volume desses fundos investidos em ações. Uma das razões básicas para a expansão das chamadas "contas individuais" foi o advento das anuidades variáveis de Fundo de Pensão, cujos ativos são quase totalmente – ou mesmo totalmente – investidos no mercado de ações.

6.2. O papel dos fundos de pensão não-segurados no mercado de capitais norte-americano

Os Fundos de Pensão privados não-segurados representam os programas de aposentadoria que não são públicos nem estão cobertos por seguro. Os dados a que se aludirá neste item abrangerão Fundos de Pensão de empresas, de grupos sindicais, de grupos multi-empregadores, de instituições sem fins lucrativos, e de planos de participação no lucro que envolvam benefícios de aposentadoria.

TABELA 8 – Distribuição dos Ativos dos Fundos de Aposentadoria dos Funcionários Públicos Municipais e Estaduais. Anos Selecionados: 1950-76

(em US$ bilhões)

Ativos	1950	1955	1960	1965	1970	1975	1976
Dinheiro e Depósitos	0,1	0,1	0,2	0,3	0,6	1,7	2,0
Debêntures Públicas	2,6	4,5	5,9	7,8	6,4	5,8	8,7
Títulos Municipais e Estaduais	1,5	2,6	4,4	2,6	2,0	2,5	4,4
Títulos Privados	0,5	2,7	8,0	22,3	48,7	92,3	102,1
Debêntures de Empresas	–	–	6,1	16,3	33,8	60,8	67,6
Ações de Empresas	–	–	0,4	1,6	8,0	23,2	26,1
Hipotecas	–	–	1,2	3,7	6,8	8,3	8,4
Outros Ativos	–	–	0,3	0,7	0,1	0,0	0,0
Ativo Total	**4,8**	**9,9**	**18,5**	**33,1**	**57,7**	**103,4**	**117,2**

Fonte: Para os anos de 1950 a 1960: I. Friend et alii [3, pp. 526, 527]; e para os anos de 1965 a 1976: Statistical Bulletin (anos selecionados).

O crescimento e a distribuição dos ativos dos Fundos de Pensão privados não-segurados sofreram importantes mudanças com o correr do tempo, como nos mostra bem a Tabela 6. Em 1922 os ativos totais desses fundos eram da ordem de 90 milhões de dólares; no final de 1976 já atingiam a cifra de 160,4 bilhões de dólares. Os títulos públicos, que de 1920 a 1950 responderam pela faixa de 10% a 35% desse total, nos últimos anos representaram apenas 10% deles. Em fins de 1976 a maior parte dos ativos dos Fundos de Pensão privados não-segurados foi investida em debêntures, de empresas ou não (39,1 bilhões de dólares), e em ações de empresas (93,4 bilhões de dólares). Os ativos dos Fundos de Pensão privados não-segurados equivaliam em 1976 a aproximadamente 45% dos ativos totais dos Fundos de Pensão públicos e privados norte-americanos. Não se dispõe de dados recentes sobre o número de pessoas cobertas por planos de pensão privados não-segurados nos Estados Unidos, mas para o período que vai de 1930 a 1975 valem os dados da Tabela 3.

6.3. O papel dos programas de aposentadoria públicos nos mercados de capitais norte-americanos

Esses são os programas que concedem benefícios aos funcionários federais civis, aos funcionários públicos estaduais e municipais, e aos ferroviários. Ao final de 1975 cobriam 17 milhões de indivíduos. Nessa mesma época o Seguro Social (OASDHI = Old Age, Survivors, Disability, Health Insurance Program), outro tipo de programa de aposentadoria, cobria 110 milhões de pessoas; mas este programa não se restringe a funcionários públicos e ferroviários. (Ver Tabela 3). Não discutiremos pormenorizadamente esses dois programas, por suas atividades no mercado de capitais estarem decaindo. O Serviço de Aposentadoria para Ferroviários, por exemplo, está entrando num processo de declínio a longo prazo que acabará por excluí-lo de entre os setores importantes dos Fundos de Pensão dos Estados Unidos; enquanto isso, o Serviço de Aposentadoria Civil e o OASDHI crescem em termos de ativos e de número de benefícios.

Os programas de Fundos de Pensão públicos investem prioritariamente em títulos públicos especiais, e até que possam investir em carteiras do mercado de capitais regulares – isto é, debêntures (de empresa e outras) e ações – não exercerão grande influência no mercado de capitais privado norte-americano. Os programas de aposentadoria estaduais e municipais constituem o setor mais importante dos programas de aposentadoria governamentais devido a seu impacto sobre o mercado de capitais e ao seu potencial de crescimento. Eles cobrem geralmente professores, bombeiros, policiais e vários outros tipos de funcionários de cidades, distritos e estados.

TABELA 9 – Ativos de Todos os Fundos de Pensão Públicos e Privados. Anos Selecionados: 1960-76

(em US$ bilhões)

Ativos	1960	1964	1968	1970	1972	1974	1975	1976
Privados	52,0	77,7	118,0	138,2	169,8	194,5	216,9	240,5
Reservas de Pensão Seguradas[1]	18,8	25,2	35,0	41,2	52,3	60,8	71,7	80,1
Contas Individuais Incluídas Acima[2]	–	0,1	2,2	4,9	9,8	8,9	12,5	15,4
Fundos de Pensão Não-Segurados[3]	33,1	52,4	83,1	97,0	117,5	133,7	145,2	160,4
Públicos	56,4	69,5	98,4	123,3	147,8	176,5	189,5	204,9
Municipais e Estaduais	19,6	29,7	46,0	57,7	71,8	92,4	103,4	117,2
Federais								
Seguro de Velhice e Acidentados	20,3	19,1	25,7	32,5	35,3	37,8	37,0	35,4
Seguro de Incapacitação	2,3	2,0	3,0	5,6	7,5	8,1	7,4	5,7
Serviço de Aposentadoria Civil e Programa de Incapacitação[4]	10,4	14,7	19,4	23,1	29,2	34,6	38,6	43,5
Aposentadoria de Ferroviários	3,7	3,8	4,2	4,4	4,1	3,6	3,1	3,1
Total Público e Privado	**108,4**	**147,1**	**216,4**	**261,4**	**317,7**	**371,0**	**406,4**	**445,4**

Notas:

1 Valor comprovado.

2 As contas individuais das companhias de seguro de vida, compostas para planos de pensão específicos, possibilitam maior flexibilidade de investimento do que é possível sob as leis estaduais do ativo conjunto dos seguros de vida.

3 Inclui os fundos dos planos de empresas, de instituições sem fins lucrativos, de multi-empregadores e de sindicatos.

4 Inclui Fundo Fiduciário de Aposentadoria e Incapacitação de Componentes do Corpo Diplomático e Consular.

Fonte: Statistical Bulletin (vários anos).

Ao contrário de outros programas de aposentadoria públicos, os planos de pensão estaduais e municipais não só podem investir como efetivamente investem no mercado de capitais privado norte-americano. Como demonstra a Tabela 8, a percentagem dos ativos dos fundos de aposentadoria estaduais e municipais investida em títulos privados subiu de 10,7%, em 1950, para mais de 90%, em 1976. Ao final desse ano foram investidos 102 milhões de dólares em ações ordinárias e preferenciais e em debêntures de empresas ou não. Embora o investimento em ações não tenha sido muito alto (em 1976 foi de apenas 26 milhões de dólares), desde

1970 ele triplicou a partir do final de 1975, como se pode ver na Tabela 3, o número de indivíduos cobertos por planos estaduais e municipais era 10 vezes maior que em 1930; de 1960 a 1965 registrou-se uma elevação de 31,4%, e de 1965 a 1969 (apenas quatro anos) essa cifra aumentou em mais 22%.

6.4. O desenvolvimento dos planos Keogh

Embora calcule-se em 10 milhões o número de autônomos ativos atualmente nos Estados Unidos, de horário integral ou não, há apenas 500 mil programas de aposentadoria dos tipos Keogh e HR-10. Não obstante, espera-se – em conseqüência da Lei da Reforma de Pensão de 1974 – que até 1980 esse total triplique. Isso implica que o dinheiro que flui para os intermediários financeiros capazes de administrar os fundos de aposentadoria ou assumir a custódia dos fundos, aumentará cerca de 2 bilhões por ano. Grande parte desses fundos teria de outro modo sido absorvida por impostos federais, e então não estariam disponíveis para investimento privado. O restante da nova receita consistirá de fundos já aplicados no mercado de capitais, principalmente em investimentos de alta especulação, que agora irão incrementar a atividade nos mercados de hipotecas e debêntures empresariais norte-americanos.

TABELA 10 – Ativos Totais dos Intermediários Financeiros no Final do Ano. Anos Selecionados: 1945-76

(em US$ bilhões)

Intermediários Financeiros	1945	1955	1960	1965	1970	1976*
Bancos Comerciais	160,3	210,7	257,6	377,3	570,6	1.010,8
Companhias de Seguro de Vida	44,8	90,4	119,6	158,9	206,2	320,6
Associações de Poupança e Empréstimo	8,7	37,7	71,5	129,6	176,6	392,0
Bancos de Poupança Mútuos**	17,0	31,3	40,6	58,2	79,0	134,8
Companhias Financiadoras	3,8	17,3	25,0	41,6	60,3	100,8
Companhias de Investimento	1,3	7,8	17,0	35,2	47,6	47,5
Cooperativas de Crédito	0,4	2,7	5,7	10,6	17,4	44,9
Fundos de Pensão Não-Segurados	1,8	17,6	36,8	70,2	105,9	180,5
Fundos de Pensão Municipais e Estaduais	2,5	10,6	19,7	33,5	56,7	125,1
Total	**240,6**	**426,1**	**593,5**	**915,1**	**1.320,3**	**2.363,0**

Notas:

* Estimativas.

** Banco de poupança cujos proprietários são os depositantes. Seu lucro líquido é distribuído entre os próprios depositantes. (Nota do Tradutor)

Fonte: Savings and Loans Fact Book (vários anos).

7. Implicações Geradas pelas Atividades dos Fundos de Pensão nos Mercados de Capitais

A experiência norte-americana no campo dos Fundos de Pensão é um importante exemplo para outras nações interessadas em incentivar o desenvolvimento de planos de pensão, particularmente as menos desenvolvidas. **Os planos de pensão são virtualmente capazes de aumentar tanto o volume total da poupança quanto a tendência do público a poupar. Ademais, a composição do investimento total é conduzida pelos fundos de pensão para aumentos de capital no setor empresarial** (financiados principalmente através de ações e debêntures), **desviando-os dos investimentos públicos e dos do setor-família.** No entanto, a alteração na composição da poupança (em oposição à mudança no seu volume total) provavelmente não é muito grande.

Como vimos, na distribuição dos ativos dos Fundos de Pensão (segurados e não-segurados) a ênfase tem recaído sobre ações ordinárias, debêntures de empresas e hipotecas. As ações ordinárias continuam a sobrepujar todos os outros investimentos. Ao que parece todos os planos de pensão (com exceção dos do governo federal) estão buscando a área do mercado de capitais em que os rendimentos são mais altos – sabidamente o investimento em títulos privados. O efeito disso tem sido uma contribuição à oferta de fundos necessários aos mercados de debêntures de empresas e de hipotecas. Resta saber se os Fundos de Pensão irão ou não continuar a expandir seu papel na ajuda a este segmento do mercado de capitais norte-americano. Na medida em que o seu retorno continuar maior do que o dos títulos de renda fixa, as ações de empresas continuarão a receber a atenção dos administradores dos Fundos de Pensão. A dúvida maior, especialmente no caso dos Fundos de Pensão não-segurados privados, reside em saber se o valor de mercado das suas carteiras de investimento será suficiente para cobrir o desembolso total futuro.

8. O Futuro dos Planos de Pensão nos Estados Unidos

A melhor forma de discorrer sobre o futuro dos programas de aposentadoria é examinar um por um dos segmentos principais da indústria dos Fundos de Pensão, e proceder separadamente a uma análise prospectiva dos efeitos de cada um deles sobre o mercado de capitais.

O setor mais dinâmico da indústria é, indubitavelmente, o plano de pensão **segurado** administrado por companhias de seguro de vida. O crescimento dos ativos dos Fundos de Pensão segurados como percentagem do ativo global das companhias de seguro de vida norte-americanas vem apresentando uma evolução contínua, representando atualmente um quinto desse total.

Vários fatores contribuíram para este crescimento. Ultimamente muitos estados passaram a permitir que as companhias de seguro de vida mantenham seus ativos de Fundos de Pensão em contas individuais, as quais proporcionam muito mais liberdade no investimento desse fundo do que as conjuntas. No final de 1970 elas constituíam 4,9 bilhões de dólares das reservas de pensão, cerca de 70% dos quais investidos em ações de alta rentabilidade. Outra manifestação do crescimento dos Fundos de Pensão segurados é o número cada vez maior de planos novos que cobrem os autônomos, de acordo com as deliberações de vantagens fiscais da Lei da Reforma de Pensão de 1974. Em 1959 uma emenda na lei do imposto de renda possibilitou às seguradoras deduzir do seu imposto qualquer renda resultante de lucros sobre os ativos dos Fundos de Pensão (I. Friend et alii [3, p. 400]). Essa revisão do imposto contribuiu significativamente para o crescimento dos Fundos de Pensão segurados.

Todos esses fatores parecem indicar para um futuro próximo um período de florescimento dos Fundos de Pensão segurados, o que será de extrema importância para o mercado de capitais norte-americano. Holland previu que por volta de 1981 os ativos dos Fundos de Pensão atingiriam 60,2 bilhões, o que significa um aumento de 46% em relação a 1970 (Holland [6, p. 98]). Isso representa provavelmente um limite menor para o âmbito desses ativos, devido às razões acima mencionadas. Desde que as companhias de seguro de vida continuem a investir uma parcela substancial de seu ativo em títulos privados, por volta de 1981 haveria quase 50 bilhões de dólares em fundos adicionais dos planos de pensão segurados à disposição dos mercados de ações, debêntures de empresas privadas e hipotecas.

O crescimento dos Fundos de Pensão **não-segurados** ainda está se processando, da mesma forma que a percentagem do ativo dos Fundos de Pensão não-segurados empregada em ações de empresas. Em 1971 mais de 80% do ativo total dos Fundos de Pensão não-segurados estavam empregados em ações e debêntures de empresas. Atualmente é muito difícil prever as alterações no porte dos Fundos de Pensão não-segurados, visto não ter sido exigido pela Lei da Reforma de Pensão de 1974 que todos os planos de pensão fossem segurados.

Excetuando-se os Fundos de Pensão segurados, parece que os Fundos de Pensão públicos municipais e estaduais fornecerão a segunda melhor oportunidade para o crescimento dos Fundos de Pensão como um todo. Muitos funcionários públicos norte-americanos que antes não estavam cobertos estão agora sendo incorporados a esses planos. O U.S. Bureau of Labor Statistics prevê que entre 1970 e 1980 o setor público municipal e estadual aumentará seu número de funcionários mais que qualquer outro da economia norte-americana.

BIBLIOGRAFIA

1 ESTADOS UNIDOS. Federal Trust Funds. *Budgetary and other implications.* New York, Tax Foundation, 1970.

2 ESTADOS UNIDOS. Securities and Exchange Commission. *Statistical series.* Washington.

3 FRIEND, Irwin et alii. *Private capital markets.* Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall Inc., 1964.

4 FURUBOTN, Eirik G. & ROSE, Peter S. O papel das companhias de seguro no sistema financeiro Norte-Americano. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 2, n. 6, pp. 413-52, set./dez. 1976.

5 HAMILTON, James A. & BRONSON, Dorrance C. *Pensions.* New York, McGraw-Hill Book Co., 1958.

6 HOLLAND, Daniel M. *Private pension funds: projected growth.* New York, Columbia Univ. Press, 1966.

7 HUATT, James C. Workers, bosses alike face many unknowns in new pension loan. *The Wall Street Journal*, New York, Dow Jones & Co., Aug. 1974.

8 LIFE INSURANCE FACT BOOK 1971. New York, Institute of Life Insurance.

9 MCGILL, Dan M. *Pension: problems and trends.* Homewood, Ill., R.D. Irwin Inc., c1955. 211 p. (The S.S. Huebner Foundations for Insurance Education. Lectures)

10 MELONE, Joseph J. *Pension planning*; pensions, profit sharing and other defered compensation plans. Homewood, Ill., R. D. Irwin, 1972. 432 p. (Irwin series in insurance and economic security)

11 MELONE, Joseph J. & ALLEN, Everett T. *Pension planning.* Homewood, Dow Jones-Irwin, 1966.

12 MURRAY, Roger F. *Economic aspects of pensions: a summary report.* New York, Columbia Univ. Press, 1968. 148 p. (National Bureau of Economic Research. General series, 85).

13 SAVINGS AND LOANS FACT BOOK.

14 SOCIAL SECURITY BULLETIN. Washington, Social Security Administration, Oct. 1977.

15 STAN, Mark & KLAPPER, Byron. Pension law expands tax-shelter options for millions in U.S. *The Wall Street Journal*, New York, Dow Jones & Co., Dec. 1974.

16 STATISTICAL BULLETIN. Washington, SEC, 1971.

SEÇÃO ESPECIAL

Valor de Mercado do Capital das Companhias Abertas Brasileiras*

1. Introdução

A estimativa do valor de mercado (VM) das ações de companhias abertas tem como principal finalidade a avaliação da parcela da riqueza nacional que se formou pela aglutinação de poupanças dispersas. Adicionalmente, a apresentação deste dado, desagregado segundo formas específicas, pode oferecer uma visão da composição e do grau de dispersão desta riqueza.

A CVM procedeu ao cálculo do VM de 493 companhias abertas, representando, aproximadamente, 47% do universo. Apesar de não incluir a totalidade das companhias abertas, acredita-se que o valor encontrado está bem próximo do efetivo VM, pois o capital agregado das companhias não incluídas é de pouca expressão quando comparado ao daquelas que foram consideradas. Além disso, as 568 companhias abertas restantes são, em grande parte, as que foram recentemente classificadas como tal por possuírem registro no Banco Central do Brasil (Resolução nº 457/77), mas que não tinham obtido o antigo Certificado de Capital Aberto; não ostentavam índices mínimos de dispersão de capital, não representando, portanto, o tipo de companhias captadoras de poupança pública que se quis incluir na estatística de VM. É bem verdade que muitas das companhias consideradas na amostra também seriam excluídas, caso o conceito "aglutinação de poupanças dispersas" tivesse

* Estudo elaborado pela Comissão de Valores Mobiliários para fins internos dessa Comissão, tendo sido julgada importante sua divulgação na comunidade de investimentos.

sido aplicado com mais rigor. Neste trabalho, porém, adotou-se o critério de avaliar apenas o VM das antigas Sociedades Anônimas de capital aberto[1].

Além da avaliação do VM das companhias da amostra, procedeu-se também à desagregação desta estatística segundo: tipo de acionista e espécie das ações; grau de concentração das companhias; e liquidez das ações. A coleta dos dados foi feita em setembro de 1977, através de solicitação de informações pela CVM às companhias.

2. Metodologia Aplicada

2.1. Composição acionária

O capital de cada companhia foi decomposto em seis categorias:

- Grupo Majoritário, ou seja, o acionista controlador conforme definido na Lei nº 6.404/76 (o conjunto de pessoas físicas e jurídicas detentores de fato do controle assemblear);
- Fundos Mútuos de Investimento;
- Fundos Fiscais DL nº 157;
- Seguradoras e Entidades de Previdência Privada;
- Outros (Sociedades de Investimento DL nº 1.401, BNDE, Ibrasa, Embramec, Fibase, etc.); e
- Público Investidor.

A posição de cada grupo foi também discriminada, quando possível, em ações ordinárias e preferenciais (não se distinguindo, entretanto, ações ao portador de nominativas ou endossáveis), objetivando maior precisão no VM quando os dois tipos de ação têm cotações diferentes no mercado.

Com respeito à classificação das companhias em quatro grupos segundo a origem do capital (estrangeiras, estatais, privadas financeiras e não-financeiras), foi observada a listagem publicada pelo Banco Central para efeito das aplicações dos Fundos Fiscais DL nº 157, Sociedades de Investimento DL nº 1.401, Seguradoras e Entidades de Previdência Privada (para distinção das estrangeiras e estatais das privadas nacionais). Para separação das estrangeiras das estatais, utilizou-se as próprias informações recebidas das companhias.

[1] O conceito de "capital aberto" foi introduzido no país em 1966 (Lei nº 4.506, de 30/11/1964), com vistas a estimular a capitalização e democratização das companhias que se utilizassem da associatividade de capitais para crescer. Até 1977, quando a Resolução nº 457 do Conselho Monetário Nacional unificou os conceitos de S/A de Capital Aberto e Companhia Aberta (definido na Lei nº 6.404/76), 547 companhias obtiveram tal *status* do Banco Central do Brasil.

2.2. Grau de concentração das companhias abertas

Tentou-se avaliar o grau de dispersão do capital das companhias abertas independentemente da origem do capital controlador e segundo as quatro categorias de companhias explicitadas acima. O grau de concentração do capital foi mensurado de duas formas: pelo capital total e pelo capital minoritário, excluindo-se o dos detentores do controle assemblear das companhias. A forma de avaliar tal concentração foi a de se tomar os VMs dos segmentos representativos de 10%, 20% e 30% das maiores companhias, e os relacionar com o VM global da amostra.

2.3. Classificação do VM segundo a liquidez das ações

Para que se pudesse apresentar o VM das companhias abertas com mais realidade quanto à liquidez desta parcela da riqueza nacional, as ações foram classificadas nas cinco categorias abaixo, com base no movimento das Bolsas de Valores do País em 1976 (publicado pela Comissão Nacional de Bolsa de Valores).

Grupo 01 — ações com volume anual negociado maior que 6 milhões e representando mais de 2.000 transações;

Grupo 02 — ações com volume anual negociado maior que 6 milhões e número de transações entre 500 e 2.000;

Grupo 03 — ações com volume anual entre 2 milhões e 6 milhões e número de transações maior que 500;

Grupo 04 — ações com volume anual negociado entre 2 milhões e 6 milhões e número de transações menor que 500;

Grupo 05 — outras.

Uma das dificuldades encontradas neste processo de classificação de ações foi a de que não se discriminaram ações ao portador de nominativas, ou de endossáveis. Suponha-se, por exemplo, que uma companhia tenha ações ordinárias (ou preferenciais) negociadas em duas formas (ao portador e nominativas), sendo que um tipo (de alta liquidez) classificável no Grupo 01 e outro (de menor liquidez) no Grupo 04. Para solucionar tal problema, adotou-se o seguinte critério para o enquadramento das ações em uma das cinco categorias mencionadas anteriormente:

a) quando as ações ordinárias de uma companhia apresentavam duas classificações (uma para as ações ao portador e outra para as nominativas, por exemplo), enquadrou-se todo o capital ordinário no grupo de pior liquidez (em geral, nominativas). Procedeu-se assim pelo fato de que as ações ordinárias estão, em geral, esterelizadas no Grupo Majoritário. Exceções foram feitas nos casos em que a importância das ações ao portador no capital era muito grande; e

b) quando as ações preferenciais de uma companhia apresentavam duas ou mais classificações, enquadrou-se todo o capital preferencial no grupo de liquidez mais elevada. As razões são as inversas às do item *a* acima, e exceções também foram feitas.

2.4. Preços das ações

Para a determinação do preço a ser usado na computação do VM, adotou-se o critério de preço médio, calculado pela razão entre volume e a quantidade negociada. O mês considerado foi o de setembro de 1977, época em que foram expedidas as solicitações de informações às companhias da amostra.

Como foi mencionado, não houve discriminação do capital de todas as empresas por cada forma de ações em circulação (nominativas ao portador, etc.), preferindo-se considerar todo capital como sendo composto de preferenciais e/ou ordinárias. Por exemplo, no processo de avaliação do VM de uma companhia com ações preferenciais negociadas sob duas formas, multiplicou-se todo o capital representado por essa espécie de ação pelo preço da forma preferencial mais indicativa (de acordo com o critério definido para classificar o VM segundo a liquidez). Exceções a essa aproximação foram feitas nos casos em que seria importante desagregar o capital primordialmente sob forma de ações, para ponderá-las pelos seus respectivos preços.

Observações:

– Muito embora constassem da amostra 493 companhias abertas, as desagregações segundo o tipo de acionista ou grau de liquidez só foram obtidas para 339 companhias. Verificou-se, entretanto, que o VM das demais 154 companhias representava apenas 4,9% do VM global da amostra. Desta forma, as desagregações efetuadas cobriram apenas 68,8% das companhias da amostra, representativas de 95,1% do VM global – o que equivale a dizer que o quadro apresentado pelas 339 companhias era representativo.

– Nos casos de inexistência de cotações, utilizou-se o valor nominal.

– Não foi eliminada a dupla contagem no VM, nos casos em que companhias abertas são acionistas de outras também contidas na amostra. Desta forma, os números relativos ao Grupo Majoritário estão inflados, já que tal tipo de participação acionária ocorre geralmente com objetivo de controle por parte de grupos empresariais diversificados regional ou setorialmente. Como o objetivo do levantamento desta estatística foi o de avaliar a parcela atraída pelas companhias abertas junto a investidores dispersos, a pouca precisão na dimensão do VM do Grupo Majoritário não frustra tal objetivo, já que a dupla contagem nos demais tipos de acionistas pode ser considerada irrelevante.

3. Resultado Global e Comparações

Em setembro de 1977, o VM das 493 companhias abertas consideradas no estudo totalizou Cr$ 274 bilhões. Nesta mesma época, segundo o Boletim do Banco Central do Brasil, o estoque de ativos financeiros era o seguinte:

Tipo de Ativo Financeiro	Valor do Estoque em Cr$ bilhões	% em Relação ao VM
Papel-moeda em circulação	51	19
Depósitos à vista	243	89
Depósitos a prazo fixo	110	40
Depósitos de poupança	164	60
Letras de câmbio	76	28
Letras imobiliárias	10	4
Títulos de emissão de Governos com o público	221	81

Nota-se que o VM como variável ESTOQUE apresenta-se superior a qualquer outro instrumento de captação de poupança (observa-se que o valor de resgate dos instrumentos com correção posfixada – caderneta de poupança e títulos de emissão de Governos – deveria ser um pouco maior do que o apresentado acima, devido à correção monetária correspondente a dois meses a computar na época em que o levantamento foi feito). Quando se compara o fluxo de emissões de ações com o fluxo de outros ativos financeiros, costuma-se concluir pela pouca importância das ações como veículo de financiamento das companhias. Geralmente se esquece que os instrumentos de débito, por serem emitidos com prazo fixo de vencimento, são resgatados e reemitidos periodicamente, enquanto as ações não se caracterizam por essa renovabilidade. Para efeitos comparativos, portanto, deve-se relacionar o estoque de ações (VM) com o estoque de instrumentos de débito.

Convertido à taxa de câmbio média de setembro de 1977, o VM brasileiro representava US$ 18.400 milhões. Segundo a revista *Capital International – Perspective*, em 31/03/78, o VM de 1.619 companhias negociadas nas Bolsas de Valores de 19 países atingia US$ 1.400 bilhões, ou seja, o VM brasileiro representava aproximadamente 1,3% daquele saldo. A amostra de 1.619 companhias representava, segundo a fonte consultada, aproximadamente 75% do VM mundial,

inclusive o brasileiro. Desta forma, *Capital International* estima que o VM mundial se situa ao redor de US$ 1.900 bilhões, o que equivale a dizer que o brasileiro tem uma participação em torno de 1,0%.

TABELA 1 – Quadro Comparativo Internacional

País	Ano	Produto Nacional Bruto (em US$ bilhões)	VM Nacional (em US$ bilhões)	Nº de Companhias Consideradas	VM/PNB (em %)	VM Médio das Companhias Consideradas (em %)	VM Brasileiro como % dos Demais
EUA	1976	1.706,5	757,1	476	44,4	1,6	2,4
Canadá	1976	190,0	54,6	83	28,7	0,7	33,7
Japão	1976	554,4	251,1	228	45,3	1,1	7,3
África do Sul	1976	31,9	6,6	34	20,7	0,2	278,8
Hong Kong		...	12,9	27	–	0,5	142,6
Singapura	1976	5,8	7,4	38	127,6	0,2	248,6
Austrália	1976	85,3	23,0	73	27,0	0,3	80,0
Reino Unido	1976	210,2	96,2	166	45,8	0,6	19,1
Alemanha	1976	446,7	68,3	96	15,3	0,7	26,9
França	1976	346,8	32,7	99	9,4	0,3	56,3
Espanha	1974	85,8	13,4	27	15,6	0,5	137,3
Suíça	1976	58,4	34,7	49	59,4	0,7	53,0
Holanda	1976	89,5	20,2	40	22,6	0,5	91,1
Itália	1976	167,1	8,2	75	4,9	0,1	224,4
Suécia	1975	68,8	9,0	37	13,1	0,2	204,4
Bélgica/Luxemburgo	1975	65,2	10,8	35	16,6	0,3	170,4
Dinamarca	1975	36,8	3,6	15	9,8	0,2	511,1
Noruega	1975	27,9	1,1	12	3,9	0,1	1.672,7
Áustria	1976	40,6	1,8	9	4,4	0,2	1.022,2
BRASIL	1977	158,8	18,4	493	11,6	0,04	–
Total		4.376,5	1.431,1	2.112	32,7	0,7	1,3

Fonte: International Financial Statistics – FMI
Capital International – Perspective, abril de 1978
Conjuntura Econômica – FGV

Observações:

– Obviamente os critérios de *Capital International* e da CVM não foram semelhantes – a amostra considerada por aquela publicação especializada em mercado de capitais internacional incluiu companhias cujos VMs eram muito superiores aos da amostra da Comissão. Caso a CVM tivesse utilizado metodologia consistente com a da referida publicação, somente 93 companhias teriam sido consideradas, com um VM total de Cr$ 240,9 bilhões. De qualquer forma, para efeito de simplificação e comparação, pode-se supor que as 493 companhias brasileiras estariam incluídas nos 25% do VM mundial não computados na amostra de *Capital International.*

– Outro ponto a se ressaltar é o de que a grande maioria das companhias computadas por *Capital International* são efetivamente *Corporations*, isto é, seus capitais encontram-se dispersos entre milhares de acionistas individuais e institucionais – e isto efetivamente não ocorre com as empresas brasileiras, com exceção de umas poucas (menos de vinte). Assim, dos US$ 18,4 bilhões do VM brasileiro, apenas US$ 7,2 bilhões foram realmente poupanças dispersas investidas em companhias abertas – o saldo, de US$ 11,2 bilhões, é detido por acionistas majoritários.

Observando-se a Tabela 1, pode-se concluir que:

a) o VM brasileiro é o décimo do mundo, situando-se à frente de VMs de mercados tais como o Espanhol, o Italiano e o Belga/Luxemburguês;

b) o VM médio das companhias brasileiras é inferior ao de todos os países considerados, conforme foi citado na observação acima;

c) a maioria dos países desenvolvidos ostenta relações VM/PNB bem superiores ao Brasil, destacando-se os EUA com 44,4%, o Japão com 45,3%, o Reino Unido com 45,8%, o Canadá com 28,7% e a Alemanha com 15,3%. Poder-se-ia dizer, como reflexo da comparação exposta na Tabela 1, que há uma alta correlação entre o nível de desenvolvimento econômico (medido pelo nível do PNB) e o grau em que as poupanças do País são investidas nos setores e companhias mais dinâmicas através do mecanismo "mercado de capitais" (medido pela relação VM/PNB). Um bom exemplo deste fato é o Japão, país que apresentou as maiores taxas de crescimento do produto nos últimos 15 anos, tendo este espantoso crescimento se baseado nas companhias privadas, que aglutinam poupanças dispersas de milhões de investidores (inclusive estrangeiros). A Alemanha e a França, que também cresceram aceleradamente no pós-guerra, já refletem em suas respectivas relações VM/PNB (15,3% e 9,4%, respectivamente) a pouca ênfase dada à associatividade de capitais como forma de capitalizar as companhias do país – efetivamente, os mercados de ações alemão e francês são menos desenvolvidos que os norte-americano, inglês e japonês. Nestes dois países, assim como no Brasil, a existência de grandes companhias fechadas e de um maior nível de atividade empresarial do Estado substituem a ausência de um mercado de capitais de risco mais ativo alocando a poupança privada.

4. Composição do VM

A Tabela 2 apresenta o VM discriminado por tipo de companhia e de acionista, com detalhes das espécies de ações em circulação. Inicialmente pode-se notar a importância da posição do Governo: 70,8% do VM brasileiro correspondia a companhias sob controle estatal. A Tabela 3 mostra um resumo da tabela anterior, com detalhes do número de companhias consideradas.

TABELA 2 – Valor de Mercado das Companhias Abertas Brasileiras Segundo o Tipo de Acionista

(em Cr$ milhões)

Item	Classificação das Companhias Segundo o Controle Acionário										Total	
	Estrangeiras		Estatais		Privadas Nacionais							
					Financeiras		Não-Financeiras		Total			
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
I. GRUPO MAJORITÁRIO												
– Ordinária	12.762,0	66,1	87.367,9	47,4	6.136,2	37,1	14.265,1	35,5	20.401,3	36,0	120.531,2	46,3
– Preferencial	1.575,2	8,1	39.981,8	21,6	1.215,9	7,4	3.433,6	8,5	4.649,5	8,1	46.206,5	17,7
TOTAL	14.337,2	74,2	127.349,7	69,0	7.352,1	44,5	17.698,7	44,0	25.050,8	44,1	166.737,7	64,0
II. FUNDOS MÚTUOS												
– Ordinária	219,3	1,1	8,2	0,0	3,9	0,0	881,9	2,2	885,8	1,6	1.113,3	0,4
– Preferencial	17,1	0,1	40,2	0,0	9,8	0,0	799,9	2,0	809,7	1,4	867,0	0,4
TOTAL	236,4	1,2	48,4	0,0	13,7	0,0	1.681,8	4,2	1.695,5	3,0	1.980,3	0,8
III. FUNDOS DL 157												
– Ordinária	830,8	4,3	0,2	0,0	–	–	1.631,2	4,1	1.631,2	2,9	2.462,2	0,9
– Preferencial	126,7	0,7	36,4	0,0	–	–	2.696,7	6,7	2.696,7	4,7	2.859,8	1,1
TOTAL	957,5	5,0	36,6	0,0	–	–	4.327,9	10,8	4.327,9	7,6	5.322,0	2,0
IV. SEGURADORAS E FUNDOS DE PENSÃO												
– Ordinária	43,6	0,3	1.289,2	0,7	573,3	3,5	293,2	0,7	866,5	1,5	2.199,3	0,8
– Preferencial	4,6	0,0	578,5	0,3	146,6	0,9	239,2	0,6	385,8	0,7	968,9	0,4
TOTAL	48,2	0,3	1.867,7	1,0	719,9	4,4	532,4	1,3	1.252,3	2,2	3.168,2	1,2
V. PÚBLICO INVESTIDOR												
– Ordinária	3.444,3	17,8	16.368,9	8,9	3.380,4	20,5	7.992,6	19,8	11.373,0	20,0	31.186,2	12,0
– Preferencial	184,3	1,0	29.383,4	15,9	4.654,7	28,1	6.844,3	17,1	11.499,0	20,4	41.066,7	15,7
TOTAL	3.628,6	18,8	45.752,3	24,8	8.035,1	48,6	14.836,9	36,9	22.872,0	40,4	72.252,9	27,7
VI. OUTROS												
– Ordinária	77,2	0,4	539,6	0,2	203,5	1,2	382,9	1,0	586,4	1,0	1.203,2	0,5
– Preferencial	24,4	0,1	8.889,3	5,0	211,7	1,3	744,6	1,8	956,3	1,7	9.870,0	3,8
TOTAL	101,6	0,5	9.428,9	5,2	415,2	2,5	1.127,5	2,8	1.542,7	2,7	11.073,2	4,3
TOTAL GERAL												
– Ordinária	17.377,2	90,0	105.574,0	57,2	10.297,3	62,3	25.446,9	63,3	35.744,2	63,0	158.695,4	60,9
– Preferencial	1.932,3	10,0	78.909,6	42,8	6.238,7	37,7	14.758,3	36,7	20.997,0	37,0	101.838,9	39,1
TOTAL	19.309,5	100,0	184.483,6	100,0	16.536,0	100,0	40.205,2	100,0	56.741,2	100,0	260.534,3	100,0
% DO VM TOTAL	7,4	–	70,8	–	6,4	–	15,4	–	21,8	–	100,0	–

TABELA 3 – Resumo Explicativo do Valor de Mercado Brasileiro

(em Cr$ bilhões)

Tipo de Companhia	VM Agregado		Grupo Majoritário	Acionistas Minoritários		Nº de Companhias	VM Médio
	Valor	%	Valor	Valor	%		Valor
Estrangeira	19,3	7,4	14,3	5,0	5,3	29	0,7
Estatal	184,5	70,8	127,3	57,2	61,0	31	6,0
Nacional							
– Financeira	16,5	6,4	7,4	9,1	9,7	55	0,3
– Não-Financeira	40,2	15,4	17,7	22,5	24,0	224	0,2
Total	**260,5**	**100,0**	**166,7**	**93,8**	**100,0**	**339**	**0,8**

Fonte: CVM

Além de o governo ser o maior empresário do país, pois o estoque de ações em seu poder representava 76,4% do estoque total de todos os grupos majoritários, as companhias sob controle governamental captaram 61,0% de todo o VM em poder de acionistas minoritários. O dado mais relevante para se avaliar a importância do mecanismo "mercado de capitais" na capitalização das empresas é o VM que se refere aos acionistas minoritários, já que nestes reside a força do modelo de associatividade de capitais. Através da observação da tabela anterior, constata-se que este modelo, formalmente implantado no Brasil pela Lei nº 4.728/65, e reorientado pelas Leis nºs 6.385 e 6.404 de 1976, levou o Estado a ser o maior beneficiário de sua instalação, já que 61,0% de toda a poupança carreada pelos investidores para as companhias abertas[2] foram aplicados em ações emitidas por suas companhias (contra 5,3% para as estrangeiras e 33,7% para as privadas nacionais).

Vale qualificar um pouco melhor tal estatística, pela observação da Tabela 4 a seguir, na qual são apresentadas as estruturas de aplicação de cada tipo de acionista minoritário. Segundo aquele demonstrativo, o público investidor (indivíduos) tem uma preferência ainda maior pelas companhias estatais, tendo nelas alocado 63,3% de seus investimentos em ações. Cabe mencionar a também enorme preferência por ações estatais demonstrada pelos fundos de pensão e seguradoras, que aplicavam 3/5 de suas carteiras em tais valores. Deve-se a esta preferência o fato de o Governo vir limitando as aplicações de alguns investidores institucionais (seguradoras, entidades de previdência privada, fundos fiscais DL nº 157 e sociedades de investimento DL nº 1.401) em ações de companhias abertas controladas pelo Governo, no sentido de reverter ou gradualmente alterar esta tendência.

TABELA 4 – Estrutura da Participação de Cada Tipo de Acionista Minoritário nos Diversos Tipos de Companhias Abertas

(em %)

Tipo de Investidor	Companhia Privada Nacional		Estatal	Estrangeira	Total
	Financeira	Não-Financeira			
Público	11,1	20,5	63,3	5,1	100,0
Institucionais					
– Fundo 157	–	81,3	0,7	18,0	100,0
– Fundo Mútuo	0,7	85,0	2,4	11,9	100,0
– Seguradoras, Fundos de Pensão	22,7	16,8	59,0	1,5	100,0
Total	**10,6**	**25,8**	**57,7**	**5,9**	**100,0**

[2] O VM é uma variável de estoque, enquanto a poupança é um fluxo. A afirmativa carece, portanto, de maior rigor, uma vez que o VM é o estoque de ações avaliado a preços de mercado, decorrente de fluxos ocorridos em épocas diferentes.

A Tabela 2 também apresenta as participações absoluta e relativa (discriminada por ações ordinárias e preferenciais) de cada tipo de acionista nas quatro categorias de companhias abertas. Nota-se que, se de um lado o Estado é notoriamente o maior empresário e o maior captador das poupanças dispersas, é na empresa privada nacional que o modelo associativista propiciou maior alavancagem ao Grupo Majoritário. Os acionistas minoritários detinham, em setembro de 1977, 55,9% do VM total das companhias privadas nacionais, contra 31,0% nas estatais e 25,8% nas estrangeiras. Também pode ser notado que as companhias estrangeiras eram as que menos se utilizavam da faculdade de emitir ações preferenciais (somente 10% do VM total, contra 42,8% das estatais e 37,0% das privadas nacionais). A Tabela 5, a seguir, com dados extraídos da Tabela 2, revela uma tendência dos fundos mútuos e fiscais terem grande importância na capitalização das companhias privadas não-financeiras, enquanto o público é mais importante para as financeiras.

TABELA 5 – Propriedade do VM das Companhias Privadas Nacionais

Tipo de Acionista	Participação Percentual no VM das Ações			
	Ordinárias		Preferenciais	
	Cias. Financeiras	Cias. Não-Financeiras	Cias. Financeiras	Cias. Não-Financeiras
Grupo Majoritário	59,6	56,1	19,5	23,3
Fundos Mútuos	0,0	3,5	0,2	5,4
Fundos Fiscais	–	6,4	–	18,3
Seguradoras e Fundos de Pensão	5,6	1,1	2,3	1,6
Público	32,8	31,4	74,6	46,4
Outros	2,0	1,5	3,4	5,0
Total	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**

Outro ponto interessante é o de que, pelo menos a partir da observação dos dados agregados acima, o controle acionário absoluto ainda é praticado pelos empresários privados nacionais, não se verificando a tendência internacional de dispersão também nas ações votantes. Os indivíduos são, de longe, os maiores acionistas minoritários; nas companhias financeiras detêm 1/3 das ações votantes e 3/4 das não-votantes e nas não-financeiras também 1/3 das primeiras e 46% das demais.

Observação

— Nota-se que o VM das ações em poder dos fundos fiscais DL 157 está subavaliado, pois em setembro de 1977 eles possuíam, segundo o Banco Central, cerca de Cr$ 10,8 milhões em ações. Esta discrepância (e outras subavaliações) são fruto da imprecisão das companhias no fornecimento à CVM da relação de seus acionistas, e pelas aproximações explicadas no item 2 deste texto. A imprecisão das companhias é, em larga escala, involuntária, dado que as listagens de acionistas são, na prática, obtidas quando da convocação dos acionistas para exercício de algum direito (subscrição, bonificação, dividendo, etc.) – vale lembrar que as ações em poder do público estão circulando geralmente sob a forma "ao portador". Caso se retirasse do VM em poder do público a parcela que estava faltando na alínea referente aos fundos fiscais DL 157, restabelecendo seu valor efetivo, a estrutura do VM das companhias privadas nacionais não-financeiras ficaria como abaixo:

Tipo de Acionista	Valor	
	(em Cr$ bilhões)	(em %)
Grupo Majoritário	17,7	44,0
Fundos Mútuos	1,7	4,2
Fundos Fiscais	8,1	20,1
Seguradoras, Fundos de Pensão	0,5	1,3
Público	11,1	27,6
Outros	1,1	2,8
Total	**40,2**	**100,0**

Fonte: Tabela 2.

5. Grau de Concentração das Companhias Abertas Brasileiras

Além de se tentar avaliar o volume total de poupanças dispersas carreado do público investidor para as companhias abertas, outro aspecto relevante considerado no estudo foi a forma como estava distribuída tal parcela da riqueza nacional entre as companhias da amostra. A Tabela 6 expõe a distribuição do VM total pelas 493 empresas incluídas no estudo.

TABELA 6 – Distribuição do VM entre as Companhias Abertas

Número de Cias. (por Tipo)				Total de Cias.	% Acumulada do Nº Total de Cias.	% Acumulada do VM
A	B	C	D			
0	2	0	0	2	0,4	47,2
0	5	0	0	5	1,0	61,3
2	6	1	1	10	2,0	68,7
3	9	3	5	20	4,1	74,2
6	14	11	18	49	10,0	82,3
29	31	55	378	493	100,0	100,0

Notas: A – Estrangeira
B – Estatal
C – Privada Nacional Financeira
D – Privada Nacional Não-Financeira

Conforme se nota acima, o grau de concentração da capitalização das companhias é bastante elevado, pois somente 10% delas representa 82,3% do VM total. Neste primeiro grupo existem 29 companhias privadas (11 financeiras e 18 não-financeiras), 14 estatais e 6 estrangeiras. Mesmo dentro do segmento representativo das 49 companhias com maiores VMs, apenas cinco delas (todas estatais) representam 74% de todo o VM deste grupo restrito. Conclui-se, portanto, que o capital das companhias abertas, avaliado a preços de mercado, está extremamente concentrado em poucas companhias (90% das companhias representam apenas 17,7% do VM total).

5.1. Concentração por tipo de companhia

A Tabela 7 mostra a distribuição dos recursos por tipo de companhia, segundo a metodologia descrita no subitem 2.2.

TABELA 7 – Distribuição dos VMs por Tipo de Companhia Aberta

Tipo de Companhia	VMs dos Segmentos Representativos de:			
	10% Maiores Companhias	20% Maiores Companhias	30% Maiores Companhias	100% das Companhias
Estrangeiras				
Nº de Companhias	3	6	9	29
VM (em Cr$ bilhões)	12,8	15,2	16,7	19,3
% do VM Total	66,2	78,8	86,6	100,0
Estatais				
Nº de Companhias	3	6	9	31
VM (em Cr$ bilhões)	151,1	171,3	177,3	184,4
% do VM Total	81,9	92,9	96,1	100,0
Privadas Financeiras				
Nº de Companhias	6	11	17	55
VM (em Cr$ bilhões)	8,9	11,9	13,6	16,5
% do VM Total	53,9	72,1	82,4	100,0
Privadas Não-Financeiras				
Nº de Companhias	22	44	67	224
VM (em Cr$ bilhões)	20,9	27,6	32,1	40,2
% do VM Total	52,0	68,7	79,9	100,0

A partir da observação da Tabela 7, verifica-se que o grau de concentração dos VMs por categoria de companhia aberta é maior no segmento das estatais (81,9% concentrado em apenas 10% das companhias) e das estrangeiras (66,2% em somente 3 companhias). O VM está disperso com menos concentração

nos segmentos de companhias privadas nacionais, tanto financeiras como não-financeiras. Esta situação é facilmente explicável pela maior dificuldade dos empresários privados em se capitalizar *vis à vis* as companhias estrangeiras e as do Estado. As estrangeiras se capitalizam nos mercados acionários domésticos e nos internacionais, enquanto as estatais recebem grande parte dos aportes de capital de risco através de decisões administrativas (o capital é aportado via orçamento do Governo e geração interna de lucros decorrente de rentabilidade administrada). Já no segmento das companhias privadas nacionais, a forma de capitalização se dá por lucros retidos e novas emissões de ações. Ambos os mecanismos envolvem a competição, seja por maiores taxas de retorno operacionais, seja pela busca/atração de poupanças de investidores privados. Não é de se estranhar, portanto, que a concentração seja menor dentre as privadas nacionais, como reflexo desta competição. Para efeito de uma análise mais rigorosa, excluiu-se o VM referente ao grupo majoritário tendo se obtido a distribuição apresentada na Tabela 8.

TABELA 8 – Distribuição dos VMs Efetivamente Alocados Via Mercado pelas Quatro Categorias de Companhias

Tipo de Companhia	VMs dos Segmentos Representativos de:			
	10% Maiores Companhias	20% Maiores Companhias	30% Maiores Companhias	100% das Companhias
Estrangeiras				
Nº de Companhias	3	6	9	29
VM (em Cr$ bilhões)	3,1	3,8	4,2	4,9
% do VM Total	63,3	77,6	85,7	100,0
Estatais				
Nº de Companhias	3	6	9	31
VM (em Cr$ bilhões)	53,8	55,1	55,8	57,1
% do VM Total	94,2	96,5	97,7	100,0
Privadas Financeiras				
Nº de Companhias	6	11	17	55
VM (em Cr$ bilhões)	5,3	7,2	8,1	9,2
% do VM Total	57,6	78,3	87,6	100,0
Privadas Não-Financeiras				
Nº de Companhias	22	44	67	224
VM (em Cr$ bilhões)	13,4	17,1	19,4	22,5
% do VM Total	59,6	76,0	86,4	100,0

Cabe observar que a classificação dos VMs em ordem decrescente de valor se altera bastante quando excluídos os VMs dos acionistas controladores. Isto ocorre porque as companhias abertas têm estruturas de controlador/minoritário diferentes uma das outras – assim, uma companhia com um grande VM total, mas

com grande participação do acionista majoritário, cai substancialmente de posição quando a classificação só se baseia nos VMs representativos de poupanças dispersas obtidas via mercado.

Verifica-se na Tabela 8 que o grau de concentração dos VMs minoritários é maior do que os VMs totais, o que reflete, talvez, uma preferência dos investidores por companhias de maior porte. Destaca-se, também, o grau de concentração das estatais, pois apenas 10% das companhias captaram 94,2% de toda a poupança pública obtida por 31 companhias abertas estatais (9 companhias estatais, representando 30% do universo, captaram 97,7% de todo o VM minoritário deste segmento). Repetiu-se aqui a situação observada na tabela anterior, ou seja, as companhias privadas nacionais apresentaram um grau de concentração menor do que as demais.

Ressalta-se, também neste trecho do estudo, a distribuição desigual dos recursos canalizados pelo mercado para as companhias abertas, pois as 34 (10% das companhias da amostra), 68 (20%) e 102 (30%) maiores companhias (de todos os quatro tipos) representavam, respectivamente, 80,6%, 88,7% e 93,4% do VM total em poder de acionistas não-controladores.

6. Desagregação Segundo a Liquidez das Ações

TABELA 9 – VM de Companhias Abertas Segundo a Liquidez das Ações

(em Cr$ milhões)

Tipo de Companhia	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	Grupo 5	Total
Privada Nacional	13.245,9	11.928,9	2.581,5	5.218,6	23.750,3	56.741,2
Financeira	4.947,8	4.822,2	1.389,3	2.132,5	3.244,2	16.536,0
Não-Financeira	8.298,1	7.106,7	1.192,2	3.086,1	20.506,1	40.205,2
Estatal	144.240,7	2.186,9	423,0	6.956,6	30.676,4	184.483,6
Estrangeira	9.521,1	3.419,6	–	574,2	5.794,6	19.309,5
Total	**167.007,7**	**17.535,4**	**3.004,5**	**12.749,4**	**60.221,3**	**260.534,3**

Segundo a Tabela 9, 64% do VM das 339 companhias ali consideradas se encontravam no Grupo 1. Dessa parcela, 86% era representado por ações de empresas estatais. Para que se possa ter uma idéia da composição dos VMs de companhias privadas no Grupo 1, a tabela que se segue apresenta alguns dados reveladores.

Tipo de Companhia	Participação no VM de Liquidez no Grupo 1	Nº de Companhias com Ações no Grupo 1	Total de Empresas Privadas
Privada Nacional			
– Financeira	22	4	55
– Não-Financeira	36	18	224
Estrangeira	42	2	29
Total	**100**	**24**	**308**

Apesar de a percentagem de empresas com ações no Grupo 1 de cada subcategoria de empresa privada – 7% para as Financeiras, 8% para as Não-Financeiras e 7% para as Estrangeiras – ser quase igual, 42% do VM privado é representado por ações de companhias Estrangeiras. Esse fato se deve ao grande peso que tem o capital de uma companhia no cálculo do VM das empresas estrangeiras.

Finalmente, analisando a composição percentual dos VMs pela Tabela 10, observa-se a relativa desvantagem da Empresa Privada Nacional Não-Financeira também em termos de liquidez. Esta constatação pode decorrer de três fatores: o capital relativamente menor deste tipo de empresa *vis à vis* as Empresas Financeiras e Estatais; um grau de diluição do capital das Empresas Não-Financeiras menor que o das Empresas Financeiras; uma efetiva esterelização de tais ações nas carteiras daqueles investidores institucionais, em virtude da grande importância dos Fundos Fiscais DL nº 157 como supridores de recursos para Empresas Não-Financeiras, *vis à vis* a pouca atratividade que as ações dessas companhias têm junto aos investidores individuais.

TABELA 10 – Participação Relativa

(em %)

Tipo de Companhia	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	Grupo 5	Total
Privada Nacional						
– Financeira	29,9	29,2	8,4	12,9	19,6	100,0
– Não-Financeira	20,6	17,7	3,0	7,7	51,0	100,0
Estrangeira	49,3	17,7	–	3,0	30,0	100,0
Estatal	78,2	1,2	0,2	3,8	16,6	100,0

7. Conclusão

A estatística do valor de mercado das companhias abertas é um dado relevante tanto para a CVM como para a comunidade de investimentos. Este primeiro levantamento contém imprecisões decorrentes das informações utilizadas e da metodologia adotada, mas já permite algumas observações interessantes. Do lado da Comissão, a análise do VM e suas desagregações permitirão a adoção de medidas visando o desenvolvimento do mercado com maior pragmatismo, em vista do maior conhecimento do ambiente no qual a entidade exerce sua atuação reguladora e fomentista. Do lado de todos os componentes da comunidade de investimentos, possibilitarão um melhor entendimento da realidade do mercado de ações brasileiro, inclusive pela percepção de algumas distorções e sua imprescindível discussão – dado que a inversão de algumas tendências constatadas neste estudo só ocorrerá pela mobilização de toda a comunidade.

O principal resultado do levantamento da estatística do VM se dá no âmbito do volume de recursos canalizado voluntariamente pelos indivíduos para as companhias privadas. A seguir é apresentada, mais uma vez, a composição do estoque de ações em poder de investidores individuais.

TABELA 11 – VM das Companhias Privadas em Poder de Investidores Individuais

Tipo de Companhia	Valor de Mercado			
	Em Cr$ bilhões		Em %	
Estrangeiras	3,6		5,3	
Estatais	45,8		66,9	
Sub-Total		49,4		72,2
Privadas Financeiras	8,0		11,7	
Privadas Não-Financeiras	11,1		16,1	
Sub-Total		19,1		27,8
Total Geral		68,5		100,0

Verifica-se, portanto, que o mercado de valores mobiliários formalmente criado em 1965 pela Lei nº 4.728, e estimulado por uma série de incentivos fiscais e direcionamento de recursos dos investidores institucionais, só conseguiu canalizar para as companhias privadas aproximadamente 28% do total de poupanças voluntárias individuais alocadas em ações de companhias abertas (vale observar que, caso se retirasse as companhias financeiras, o total canalizado para as demais atingiria somente 1/6 do VM total). A partir desta constatação é mister uma reflexão séria sobre os atuais esquemas de estímulos ao mercado de ações e, em particular, à capitalização das companhias abertas privadas nacionais.

SEÇÃO DE NOTAS E COMENTÁRIOS

7. Conclusão

A estatística do valor de mercado das companhias abertas é um dado relevante tanto para a CVM como para a comunidade de investimentos. Este primeiro levantamento contém imprecisões decorrentes das informações utilizadas e da metodologia adotada, mas já permite algumas observações interessantes. Do lado da Comissão, a análise do VM e suas desagregações permitirão a adoção de medidas visando o desenvolvimento do mercado com maior pragmatismo, em vista do maior conhecimento do ambiente no qual a entidade exerce sua atuação reguladora e fomentista. Do lado de todos os componentes da comunidade de investimentos, possibilitarão um melhor entendimento da realidade do mercado de ações brasileiro, inclusive pela percepção de algumas distorções e sua imprescindível discussão – dado que a inversão de algumas tendências constatadas neste estudo só ocorrerá pela mobilização de toda a comunidade.

O principal resultado do levantamento da estatística do VM se dá no âmbito do volume de recursos canalizado voluntariamente pelos indivíduos para as companhias privadas. A seguir é apresentada, mais uma vez, a composição do estoque de ações em poder de investidores individuais.

TABELA 11 – VM das Companhias Privadas em Poder de Investidores Individuais

Tipo de Companhia	Valor de Mercado			
	Em Cr$ bilhões		Em %	
Estrangeiras	3,6		5,3	
Estatais	45,8		66,9	
Sub-Total		49,4		72,2
Privadas Financeiras	8,0		11,7	
Privadas Não-Financeiras	11,1		16,1	
Sub-Total		19,1		27,8
Total Geral		**68,5**		**100,0**

Verifica-se, portanto, que o mercado de valores mobiliários formalmente criado em 1965 pela Lei n.º 4.728, e estimulado por uma série de incentivos fiscais e direcionamento de recursos dos investidores institucionais, só conseguiu canalizar para as companhias privadas aproximadamente 28% do total de poupanças voluntárias individuais alocadas em ações de companhias abertas (vale observar que, caso se retirasse as companhias financeiras, o total canalizado para as demais atingiria somente 1/6 do VM total). A partir desta constatação é mister uma reflexão séria sobre os atuais esquemas de estímulos ao mercado de ações e, em particular, à capitalização das companhias abertas privadas nacionais.

SEÇÃO DE NOTAS E COMENTÁRIOS

Sobre a Viabilidade de Convivência de Empresas Independentes e Conglomerados no Setor Financeiro*

Helio O. Portocarrero de Castro**

A questão de que trata esta nota tem freqüentado a imprensa e a literatura econômica recente no Brasil. Vamos aqui tentar formular uma situação teórica que poderá servir à aclaração de certos aspectos do debate.

Alguns alegam que há economias de escala na produção de serviços financeiros e que, portanto, deve-se incentivar a conglomeração com o fito de aumentar a eficiência do sistema, levando, assim, à eliminação das firmas independentes; estes, inclusive, advogam (ou costumam advogar) medidas favoráveis do governo para acelerar o processo de conglomeração e, portanto, apropriar os ganhos de escala mais rapidamente. Outros aceitam o argumento de maior eficiência, mas alegam que as firmas independentes, a bem da manutenção do sistema de concorrência, devem ser preservadas e, por isso, devem receber o favor de medidas do governo, através, por exemplo, de certo privilegiamento fiscal. Outros, ainda, não aceitam que o grande porte seja, necessariamente, fator de eficiência e acreditam que seja não só desejável, como também possível a coexistência de firmas independentes e conglomerados, sem qualquer intervenção do governo.

Desde logo, devemos observar que a questão da existência ou não de economias de escala no setor bancário brasileiro – que é o que tem sido mais estudado

* O autor agradece a Paulo de Tarso Medeiros e a Miguel Dirceu Tavares, que leram este trabalho e deram valiosas sugestões. As impropriedades e erros, porém, são de exclusiva responsabilidade do autor.

** Helio O. Portocarrero de Castro, Economista, é Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC.

As opiniões expressas nesta nota refletem pontos de vista do autor, e não necessariamente do IBMEC.

especificamente – permanece em aberto. A existência de economias de escala em uma atividade, embora constituindo idéia conceitualmente simples, lógica e atraente, apresenta dificuldades de mensuração e verificação empírica muito grandes[1], e os estudos empíricos que parecem ter demonstrado sua predominância, no caso dos bancos comerciais brasileiros, apresentam limitações metodológicas reconhecidas que implicam em que suas conclusões não possam ser de modo algum consideradas como definitivas[2].

Podemos encarar os conglomerados financeiros como organizações empresariais de produção conjunta. Diz-se que produtos são conjuntos quando a função de produção pela aplicação de certa quantidade de recursos permite a produção de mais de um produto. É, assim, impossível estabelecer exatamente a quantidade de recursos absorvidos na produção de certa quantidade de um produto específico. Isto, no entanto, não dificulta a decisão da empresa quanto à maximização de resultado, porque o que importa aí é o conhecimento dos custos marginais relativos.

Vamos supor, para manter um nível simples de visualização, que a empresa conhece a função de produção, e que pode produzir dois produtos com a utilização de certo recurso limitativo e fixo a curto prazo. A quantidade deste recurso determina o dimensionamento da firma, e o estabelecimento de seu nível ótimo depende do fluxo esperado de preços absolutos e relativos dos produtos.

Graficamente, a função de produção pode ser representada por uma curva de possibilidades de produção. A forma de curva dependerá do fator exclusivo da empresa. A idéia de fator exclusivo da empresa, um fator que não pode ser obtido no mercado, tem sido introduzida normalmente por expressões tais como capacidade empresarial, especialização etc. e representa, assim, um composto de qualidades que são específicas de cada empresa, que não podem ser transferidas através do mercado. Alternativamente, pode-se adotar a idéia de que, de fato, cada empresa possui sua própria função de produção.

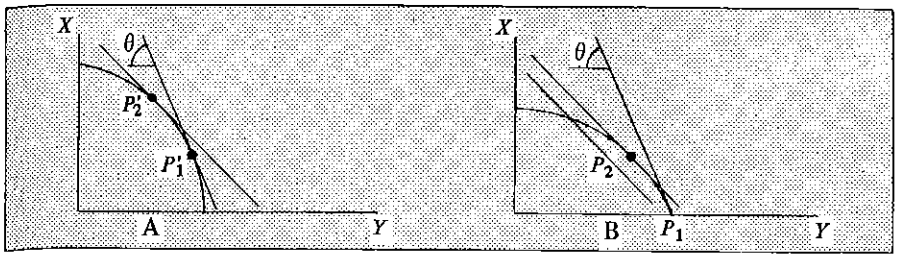
Comparemos, assim a situação de duas empresas, A e B, com diferentes "vocações". Vamos supor que as empresas atuam em mercados competitivos e, portanto, que são tomadoras de preço e, ainda, que se encontram, inicialmente,

---

1 A respeito da mensuração de economias de escala em bancos comerciais consulte: Castro, Helio O. Portocarrero de. *Estrutura do sistema bancário – problemas teóricos.* Rio de Janeiro, IBMEC, 1978. pt. 1-2 (versão preliminar).

2 A respeito dos estudos brasileiros sobre economias de escala em bancos comerciais, consulte: Bouzan, Ary. *Os bancos comerciais no Brasil: uma análise do desenvolvimento recente – 1965/1971.* São Paulo, Federação Brasileira das Associações de Bancos, 1972. 216 p. |Tese|; Carvalho, José Luiz. *O estado na economia.* Rio de Janeiro, UFRJ, 1978. |Tese|; e Castro, Helio O. Portocarrero de. op. cit. in nota 1.

em equilíbrio de longo prazo. Suas possibilidades de produção estão representadas no gráfico seguinte.



Se a relação de preços entre os produtos X e Y é indicada pela reta de inclinação igual a tg θ, a empresa B produzirá apenas Y (ponto P_1), enquanto a empresa A produzirá ambos os produtos (ponto P_2'). Esta inclinação indica a relação de preços esperada para a qual as empresas se dimensionaram. A curto prazo não podem redimensionar-se.

Suponhamos, agora, que X se torna relativamente mais caro que Y. A empresa A mudará a composição de sua estrutura de produção e também esta será a tendência de B, procurando produzir ambos os produtos, X e Y, ao deslocar seu ponto de produção de P_1 para P_2. Os deslocamentos de P_1 para P_2 e de P_1' para P_2' implicam em perdas (ou lucros) não esperadas, mas significam a melhor adaptação possível, a curto prazo. Se é esperado que a nova relação de preços perdure no futuro, as empresas se redimensionarão com a finalidade de maximizar seus ganhos.

Suponhamos, no entanto, que, por força de proibição legal, a empresa B não pode produzir X. Neste caso, ela será obrigada a permanecer com a combinação P_1, não-ótima. A possibilidade de adaptação de A significará, então, uma vantagem em relação a B, porque à empresa A será permitido maximizar seus lucros ou minimizar suas perdas a curto prazo – o que não se dá com a empresa B.

A empresa A é efetivamente multiprodutora no ponto inicial da análise. B é uma empresa onde a presença de certos fatores específicos acarreta nítidas vantagens comparativas na produção de Y, embora seja, também, potencialmente multiprodutora. A razão de sua desvantagem em relação a A se dá em virtude de regulação institucional, o que pode ter efeito negativo sobre a organização do mercado, incentivando a fusão de empresas que não se fundiriam se lhes fosse permitido adaptar-se. Esta fusão pode ocorrer em face de a empresa B ter um valor de mercado inferior a seu valor potencial. Tal situação pode gerar um curioso caso de oligopólio bilateral quando há controles de entrada nos dois mercados e a empresa B só atinge seu máximo valor potencial se fundida a uma empresa de tipo A. O

preço de venda de B se localizaria, então, em um intervalo entre seu valor atual e seu valor potencial máximo.

A análise foi desenvolvida a nível bem generalizado. Vale observar que no caso do setor financeiro os entraves à adaptação da estrutura de serviços oferecida a uma firma pelo governo estão sujeitos a um nível de crítica em termos de eqüidade de tratamento ainda mais enfático, já que as variações de preços relativos dos serviços são especialmente sujeitas a ações exógenas do governo[3].

Alguns analistas alegam que os resultados das firmas que fazem parte de grupos financeiros têm sido, em geral, melhores que os das independentes. Miguel Dirceu Tavares em trabalho recente sobre a estrutura das corretoras no Rio e São Paulo[4] verificou que nos cinco anos do período 1970 a 1974, apenas uma vez a relação lucro/receita do conjunto observado de corretoras independentes ultrapassou notavelmente a do conjunto de corretoras vinculadas a conglomerados; em um outro ano as duas magnitudes se mostraram muito próximas; nos três outros anos a relação observada para as firmas vinculadas a conglomerados mostrou-se notavelmente mais alta.

A interpretação de tais resultados não deve ser precipitada. A aparente vantagem em termos de margem de lucro das corretoras associadas sobre as independentes pode ser, por exemplo, efeito de um problema da imputação de custos – já que na empresa multiprodutora há custos conjuntos – e não algum indicador de grau diferenciado de eficiência. A comparação relevante, por isso, deve ser entre o retorno sobre o capital da empresa multiprodutora (o conglomerado) e o da empresa de produto único[5].

---

3 No caso do Brasil, Paulo de Tarso Medeiros destaca que a própria coexistência de diferentes esquemas de remuneração à poupança financeira e suas modificações assistemáticas acarretam um grau de instabilidade no sistema que se transforma em desestímulo à especialização. No que se refere ao caso do sistema bancário, especificamente, pode-se consultar Castro, Helio O. Portocarrero de. Controles do sistema bancário: uma análise gráfica. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais.* Rio de Janeiro, IBMEC, v. 3, n. 9, pp. 333-41, set./dez. 1977, e os artigos de Johnson e Sjaastad aí mencionados para uma análise teórica de como a conjugação de controles sobre entrada e preço pode induzir à concentração. Para o caso de como esta conjugação efetivamente induziu à concentração bancária no Brasil, consulte Carvalho, José Luiz. Dos custos de se tornar visível a "mão invisível": o caso da intervenção do Estado. *Revista Brasileira de Economia.* Rio de Janeiro, FGV, v. 31, n. 1, pp. 97-130, jan./mar. 1977, além do trabalho mencionado na nota 2.

4 Tavares, Miguel Dirceu Fonseca. *Sociedades Corretoras.* Rio de Janeiro, IBMEC, 1978. (versão preliminar)

5 Na realidade, todas as empresas financeiras podem ser concebidas como multiprodutoras. Se dividimos os serviços financeiros em três grandes categorias: serviços de crédito, serviços de depositário e serviços de intermediação simples, somente o conglomerado ou grupo financeiro é que pode ser considerado como atuante nestas três categorias de atividade.

Em termos mais realistas, a rentabilidade do grupo pode ser muito mais alta em virtude do acesso a mercados monopolísticos de alguns de seus produtos – o que não decorre necessariamente da maior eficiência, mas talvez da regulação restritiva do mercado de certos produtos. De qualquer modo, a empresa independente pode estar obtendo rentabilidade normal, em relação à economia.

O incentivo à formação de um grupo ou de uma afiliação pode se originar, aliás, da própria imperfeição no mercado de um produto. Exemplificando: o motivo principal da associação de investidores institucionais a corretoras no mercado de títulos dos Estados Unidos foi o ganho excessivo dos corretores independentes com as contas dos investidores institucionais. Considerando que há nítidas economias de escala no processamento de uma conta à medida que aumenta seu montante, em um sistema de comissões fixas, o corretor tem um lucro excessivo sobre as transações mais altas. Os investidores institucionais procuraram, portanto, internalizar tais ganhos.

A conclusão a que podemos chegar é de que há razões alternativas ao argumento de eficiência econômica para explicar certas características estruturais que têm sido observadas no setor financeiro brasileiro. No caso abstrato desenvolvido nesta nota reconhece-se um nítido estímulo à conglomeração sem que haja qualquer recorrência ao argumento que alega a existência de economias de escala ou maior eficiência associada à concentração. Tal estímulo pode ser efeito simplesmente de aspectos regulatórios do sistema. Não parece, afinal, haver suficiente base empírica para informar decisões de política econômica nesta área, o que sugere a instauração de um programa de pesquisa que nos forneça melhor conhecimento das reais causas do processo de conglomeração do setor financeiro no Brasil.

Tem petrodólar, não tem? E eurodólar. Então, tome aqui o Duradólar, que é a moeda forte que a Duratex trouxe para o Brasil em 21 anos de exportação.
Duratex vai. Mais de meio milhão de toneladas de chapas duras de fibra de madeira. Duradólar vem. Milhões e milhões de Duradólares.
Isso transformou Jundiaí e Botucatu, onde estão as linhas de produção, e a Avenida Paulista, 7, onde são tomadas as decisões, numa espécie de capital das chapas de fibra de madeira.
E a Duratex passou a ser o maior exportador mundial, o que provocou um belo impacto na nossa economia.
A Duratex conquistou e dominou o mercado externo e criou condições para fornecer ao mercado interno, a preço compatível, um produto testado, respeitado, comprado e consumido no mundo inteiro.
Parece duro obter Duradólares. E é duro mesmo.
Primeiro você vence o desafio tecnológico, produzindo chapas duras de fibra de madeira melhores do que as norte-americanas e européias.
Depois você vence o desafio administrativo, criando uma estrutura de exportação para atuar diretamente sobre clientes estrangeiros. Aí, você dá duro anos e anos a fio, identificando oportunidades de mercado e aproveitando todas que aparecerem, sem deixar escapar nenhuma. As vendas são a mais pura e simples conseqüência.
E, então, os Duradólares vêm. Fácil, fácil.

O Rei do Duradólar.

DURATEX

O Tribunal de Contas e as Empresas Privadas

Nelson Laks Eizirik*

A fiscalização pelo Tribunal de Contas da União em determinadas empresas privadas nas quais havia forte participação acionária estatal deverá, por força da Lei 6.525, de 11/04/78, ser sustada. Esta lei, dando nova redação ao art. 7º da Lei 6.223, de 14/07/75, dispõe que a fiscalização financeira exercida pelo Tribunal de Contas competente sobre as entidades com personalidade jurídica de direito privado somente poderá ser realizada quando a União, o Estado, o Município ou qualquer entidade da administração indireta seja detentor de totalidade ou maioria das suas ações ordinárias.

O assunto, aparentemente de natureza técnica, interessando apenas a especialistas, tem, porém, um significado político e jurídico mais amplo, que merece alguma discussão. Envolve, na realidade, o tão surrado tema da participação crescente do Estado na economia, podendo até mesmo estar relacionado, conforme foi sugerido por alguns, com o problema da maior "estatização" que seria provocada pela ingerência "indevida" do T.C.U. nos negócios das empresas privadas. Mais do que tudo, é tema que diz respeito ao problema do controle a ser exercido sobre as inversões efetuadas pelo Estado em determinadas atividades econômicas privadas, de grande importância quando se localiza a execução da política econômica governamental em uma dimensão mais ampla: a do conhecimento e fiscalização, pelos órgãos competentes não subordinados ao Poder Executivo, da destinação que está sendo dada às verbas públicas.

---

* Nelson Laks Eizirik, Advogado, é Pesquisador Sênior do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC.
As opiniões expressas nesta nota refletem pontos de vista do autor, e não necessariamente do IBMEC.

R. Bras. Merc. Cap.	Rio de Janeiro	v.4, n.11, pp.307-311	maio/ago. 1978

Uma das características mais importantes da atuação do Estado na economia no Brasil tem sido ao nível de empréstimos e participação acionária em empresas privadas. Assim, enormes somas de recursos públicos têm sido investidas no setor privado, notadamente via empréstimos, por motivos sociais e econômicos, tais como evitar o desemprego, atrair empresas para regiões menos desenvolvidas, auxiliar o desenvolvimento de projetos demasiadamente custosos ou arriscados e mesmo socorrer a reorganização de setores particulares da indústria. O problema que aqui focalizaremos é apenas parte desse processo maior, referindo-se aos casos em que a participação estatal se dá mediante a subscrição de ações de empresas privadas, objeto da recente reformulação legal.

A questão da fiscalização de contas de empresas privadas pelo T.C.U. tornou-se pública com o caso da Engesa, uma companhia privada fabricante de armamentos, cujo capital pertence majoritariamente à União, através da EMBRAMEC (subsidiária do BNDE), a qual detém 40,15% de suas ações ordinárias e 100% das preferenciais. O Tribunal de Contas, seguindo sua interpretação do art. 7º da Lei 6.223, de 14/07/75*, resolveu fiscalizar as contas da Engesa, que se recusou a apresentá-las, alegando não estar incluída na categoria de entidade pública.

Na realidade, a interpretação literal do referido dispositivo, que vinha sendo mantida pelo Tribunal de Contas, implicava que todas as empresas nas quais a União detivesse metade ou maioria do capital deveriam ter suas contas fiscalizadas, tivesse ou não a União seu controle acionário. Assim, a orientação do T.C.U. não levava em conta se as ações subscritas pela União (via de regra através das subsidiárias do BNDE) conferiam ou não o direito de voto. A posição do Procurador-Geral do T.C.U., aliás, era de que a competência deste Tribunal seria ainda mais ampla, cabendo a fiscalização em qualquer entidade onde houvesse recursos públicos, independente de seu montante. Assim, na sua opinião, "(. . .) o que precisa ficar assentado é que, ali por onde corra um fluxo de recursos caracterizados como de natureza pública, diretas ou indiretas, primária, secundária ou terciariamente aplicadas em atividades de interesse público – e fundos públicos só podem servir a interesses públicos – ali estará justificada a presença de controle, interno quanto externo" (Jornal do Brasil, 13/01/78).

Tal posição foi contestada vigorosamente sobretudo por setores empresariais, que identificavam no exercício da fiscalização mais uma ingerência – indevida – do Estado nos negócios dos particulares. Antes de mais nada é necessário observar que os argumentos utilizados não procediam, em termos jurídicos, uma vez que fiscalização exercida pelo Tribunal de Contas vinha ocorrendo no estrito cumprimento da Lei 6.223. Não diferenciando a lei entre participação em ações ordinárias e participação em ações preferenciais (ou seja, com e sem direito de voto), não havia qualquer motivo – juridicamente explicável – para que o Tribunal ó fizesse.

De acordo com a Lei 6.525, de 11/04/78, ficam sujeitas à fiscalização pelo Tribunal de Contas somente as entidades com personalidade jurídica de direito privado, **cujas ações ordinárias sejam detidas total ou majoritariamente** pela União, Estado, Distrito Federal, Município ou qualquer entidade de administração indireta.

Assim, a idéia contida na nova lei é de que somente cabe fiscalização caso tais entidades sejam efetivamente **controladas** pelo Estado. O critério básico é então o do poder de controle; somente nas empresas controladas pelo Estado é que estaria caracterizado o interesse público, a justificar a fiscalização das contas pelo T.C.U. Se é este o critério – poder de controle –, a redação da Lei 6.525, em termos técnicos, deixa a desejar. Sem nos alongarmos em intermináveis discussões doutrinárias, cabe lembrar os seguintes pontos:

1. A lei refere-se apenas aos casos de **totalidade** ou **maioria** de ações ordinárias, quando se admite hoje com tranqüilidade ser possível o controle acionário sem tal percentual, bastando para tanto que a empresa tenha suas ações muito dispersas entre o público;

2. A lei ignora os casos de controle com pequena ou nenhuma participação acionária, em que o controlador exerce uma "influência dominante", sendo, por exemplo, o único fornecedor ou consumidor dos produtos da empresa (hipótese particularmente freqüente nas relações do Estado com empresas privadas);

3. A lei ignora, ainda, a possibilidade de determinada empresa ter seus negócios fortemente controlados, através de exercício de "direito de veto", previsto no art. 18 da Lei de Sociedades por Ações. Este dispositivo, que teve por objetivo principalmente assegurar maior participação das subsidiárias do BNDE na gestão das empresas que recebam auxílios financeiros via subscrição de suas ações, além de permitir a eleição de titulares de ações preferenciais (sem direito de voto, não contempladas portanto na Lei 6.525) para os órgãos de administração, dispõe que o estatuto da companhia pode estabelecer que quaisquer alterações estatutárias devem ser aprovadas pelos detentores de ações preferenciais.

* Este artigo assim dispunha: "As entidades públicas com personalidade jurídica de direito privado, cujo capital pertença, exclusiva ou majoritariamente à União, ao Estado, ao Direito Federal, ao Município ou a qualquer entidade da respectiva Administração Indireta, ficam submetidas à fiscalização financeira do Tribunal de Contas competente, sem prejuízo do controle exercido pelo Poder Executivo."

Em outras palavras, poderemos ter vários casos de empresas de fato controladas pelo Estado, por qualquer das formas mencionadas acima, sem qualquer possibilidade de fiscalização de suas contas pelo órgão competente.

A questão, porém, deve ser analisada em termos mais abrangentes. Inicialmente, cabe ressaltar que, quando se discute o problema da intervenção crescente do Estado na economia, no Brasil, os próprios termos da discussão já são mal-colocados. Na realidade, o que temos é uma intervenção do Poder Executivo, com pouca ou nenhuma participação do Legislativo e do Judiciário, em suas esferas de competência. Enquanto agente regulador, em primeiro lugar, o Estado intervém crescentemente mediante agências administrativas (via de regra autarquias), vinculadas somente ao Executivo – embora com controle das contas pelo T.C.U. – que assumem cada vez mais funções "quase legislativas" e "quase judiciárias" (os "quase" são evidentemente eufemismos). Enquanto "empresário", o Estado intervém na economia mediante empresas públicas e sociedades de economia mista, cabendo aí também o controle das contas pelo T.C.U. E enquanto supridor de recursos, o que ocorre cada vez com maior freqüência, mediante a subscrição de ações de empresas privadas, a fiscalização que se iniciava sobre as empresas beneficiadas é agora interrompida.

É claro que tal forma de intervenção na economia está refletindo um determinado modelo, em que as decisões, notadamente as de política econômica, são altamente centralizadas. Tem levado mesmo à crença (hoje, felizmente, não tão em voga) de que decisões econômicas devem ser tomadas unicamente por "técnicos", não cabendo sua discussão pública. Se o que se deseja, efetivamente, é uma maior abertura do sistema, isto deve significar uma abertura à crítica, participação e, principalmente, fiscalização das medidas de política econômica, por órgãos encarregados da defesa do interesse público. E é claro que nesse momento se inicia a discussão (que foge aos objetivos de nossa análise) sobre como representar o interesse público, permitindo a efetiva participação de todos.

O caso do Tribunal de Contas é um bom exemplo desse problema maior, a demonstrar a importância que deve ser atribuída à fiscalização independente da utilização de recursos públicos. Deve ser encarado como ponto pacífico o fato de recursos públicos só poderem ser aplicados para satisfazer ao interesse público. Assim, aplicações financeiras realizadas pela Administração Pública na compra de ações de empresas privadas têm como objetivo, por definição, o seu fortalecimento, não para aumentar os lucros de certos empresários, mas para atender a determinadas necessidades econômicas da sociedade. Busca-se fortalecer ou mesmo viabilizar determinados setores da economia, que se supõe prioritários. Logo, recursos públicos são alocados em empresas privadas unicamente para que elas atinjam objetivos de interesse público. Este princípio (que pode parecer tautológico, mas, como se tem verificado, não é) deve ser enfatizado quando se observa que são recursos não exigíveis para as empresas contempladas. Isto é, não se trata de empréstimos, mas de subscrição de ações, recursos que as empresas recebem sem qualquer obrigatoriedade de devolução.

Onde recursos públicos são alocados, deve, necessariamente, haver fiscalização da sua utilização, independente de serem ou não as empresas favorecidas controladas pela União ou por qualquer entidade de Administração Pública. Tal fiscalização, por uma questão óbvia de sua eficácia, deve ser realizada por entidades não subordinadas aos órgãos aplicadores dos recursos, e efetivamente representativas de interesse público. A ótica correta a ser assumida, contrariamente àquela adotada pela Lei 6.525, é a de se observar a aplicação dos recursos (públicos) a partir da perspectiva de seu aplicador – a Administração Pública – e não da perspectiva das empresas privadas contempladas. Caso contrário, poderemos chegar à paradoxal situação em que, por exemplo, uma empresa de pequeno porte, por ter a maioria de suas ações com direito de voto subscritas pela União, no valor de cem mil cruzeiros, tenha suas contas fiscalizadas pelo T.C.U., ao passo que outra de maior porte, que tenha subscritas pela União **apenas** suas ações sem direito de voto, no valor de um milhão de cruzeiros, não seja molestada pela fiscalização.

O problema da intervenção do Estado na economia é a questão central do moderno Direito Econômico. Doutrinariamente, vem assumindo cada vez maior relevo a preocupação com o controle das inversões de recursos públicos, particularmente quando se destinam a grupos com poder econômico capaz de transformar o público em privado.

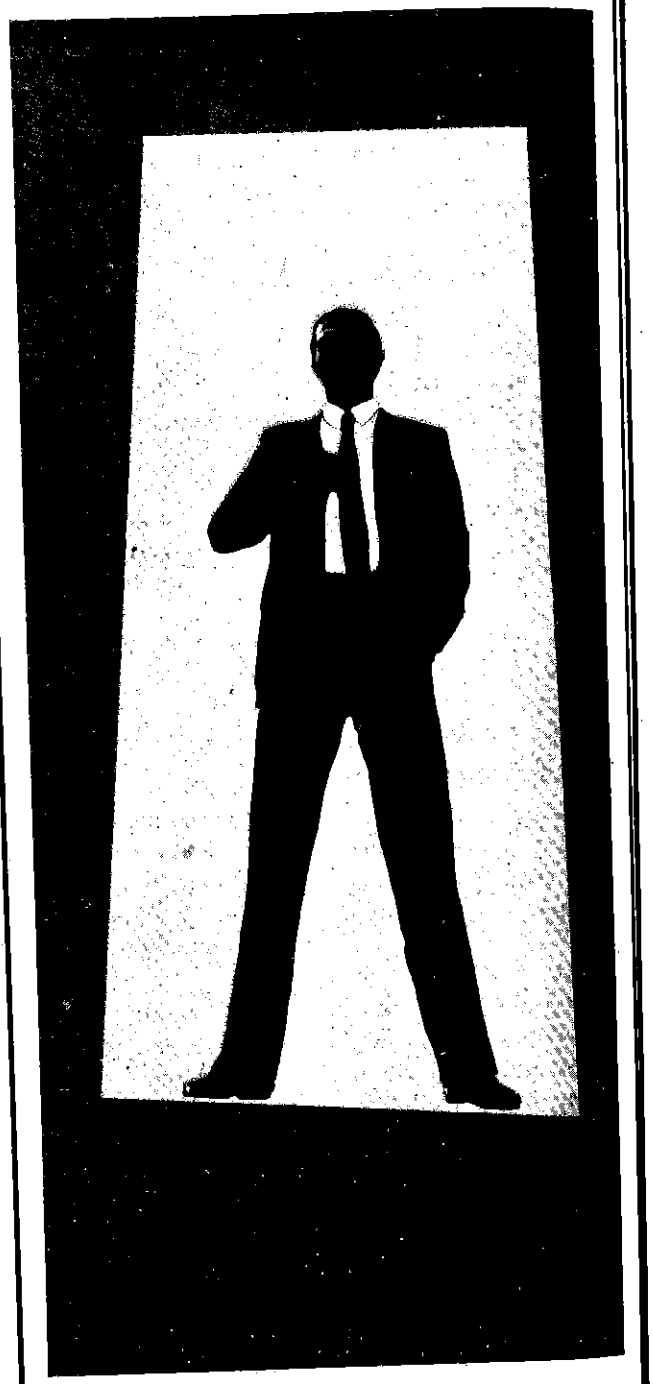
Estamos colocando ao seu alcance um vendedor que faz 20.000 visitas por mês.

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



SEÇÃO DE LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

LEGISLAÇÃO*

Parecer Normativo – CST nº 27 – 30/03/78

– Expõe sobre a aplicação do regime introduzido pelo Decreto-Lei nº 1.598/77, relativo à tributação dos lucros e reservas acumulados que excedam ao capital realizado da companhia.

Ato Declaratório[1] nº 01 – CVM – 05/04/78

– Declara autorizados a continuar a exercer suas respectivas atividades no mercado de valores mobiliários, para fins do disposto no Art. 16, da Lei nº 6.385, de 07/12/76, e sem solução de continuidade, os Auditores Independentes registrados no Banco Central do Brasil (Resolução nº 220, de 10/05/72, e Circular nº 178, de 11/05/72, ambas do Banco Central); e os integrantes do sistema de distribuição mencionados no Art. 15, da Lei nº 6.385, que são hoje autorizados a operar no mercado de valores mobiliários.

Lei nº 6.525 – 11/04/78[2]

– Altera a redação do Art. 7 da Lei nº 6.223, de 14/07/75, que dispõe sobre a fiscalização financeira e orçamentária da União pelo Congresso Nacional.

---

* Esta parte foi organizada por Liane Maria Pires Maia, pesquisadora do IBMEC e Gilda Parga Lassance de Oliveira, assistente de pesquisa deste Instituto.

1 Veja no Apêndice a classificação dos atos expedidos pela CVM.

2 A respeito desta Lei, veja neste número o comentário "O Tribunal de Contas e as Empresas Privadas", de Nelson Laks Eizirik.

– Pela Lei nº 6.525, tal fiscalização somente poderá ser realizada quando a União, o Estado, o Município ou qualquer entidade da administração indireta detenha a totalidade ou a maioria de suas ações ordinárias.

Resolução nº 470 – BACEN – 25/04/78

– Dispõe sobre a forma de aplicação dos recursos dos Fundos de Investimento, bem como sobre os requisitos a serem observados na diversificação de suas carteiras.

– Determina o valor da remuneração das instituições financeiras administradoras dos Fundos.

– Fixa normas para aplicação dos recursos dos Fundos na subscrição ou aquisição de ações ou debêntures conversíveis em ações.

– Estabelece o sistema de informações que devem ser prestadas pelas administradoras de Fundos Fiscais de Investimento e seus quotistas, assim como a forma de distribuição de rendimentos dos referidos fundos aos quotistas.

– Estabelece as normas a serem observadas pelas administradoras dos Fundos Fiscais de Investimento na utilização de seus recursos para subscrição ou aquisição de ações ou debêntures conversíveis em ações, por ocasião de emissão pública.

– Revoga o item V da Resolução nº 340, de 13/08/75 e a Resolução nº 385, de 21/07/76, ambas do Banco Central.

Instrução nº 01 – CVM – 27/04/78

– Dispõe sobre as normas e procedimentos para contabilização e elaboração de demonstrações financeiras, relativas a ajustes decorrentes da avaliação de investimento relevante de companhia aberta em sociedades coligadas e em sociedades controladas.

– Estabelece critério para determinação de **investimento relevante** em sociedades coligadas e em controladas, considerando-o como tal quando:

"a) o valor contábil do investimento em cada coligada for igual ou superior a 10% do patrimônio líquido da investidora;

b) o valor contábil do investimento em cada controlada for igual ou superior a 10% do patrimônio líquido da controladora;

c) o valor contábil no conjunto do investimento em coligadas e/ou em controladas for igual ou superior a 15% do patrimônio líquido da investidora e/ou da controladora."

– O valor contábil do investimento corresponde ao montante corrigido monetariamente nos termos da Lei nº 6.404, de 15/12/76, abrangendo a equivalência patrimonial mais o ágio não amortizado, deduzido do deságio não amortizado e da provisão para perdas, se houver.

– Para os efeitos de determinação do percentual de 10% e de 15%, referidos acima, será computado o valor contábil do investimento na data de encerramento do exercício social, adicionado ao montante de créditos de qualquer natureza contra as coligadas e as controladas.

Ato Declaratório nº 02 – CVM – 03/05/78

– Autoriza todos os bancos comerciais a receberem em depósito a realização inicial, em dinheiro, do capital da companhia por ocasião de sua constituição.

Instrução nº 2 – CVM – 04/05/78

– Dispõe que, além das publicações ordenadas pela Lei nº 6.404, de 15/12/76 (quais sejam, as realizadas no órgão oficial da União ou do Estado, conforme o lugar em que esteja situada a sede da companhia, e em outro jornal de grande circulação editado na localidade em que está situada a sede da companhia),

a) as Companhias cujos valores mobiliários sejam admitidos à negociação em Bolsas de Valores também deverão efetuar as publicações ordenadas em lei, em jornal de grande circulação, editado na localidade em que se situe a Bolsa de Valores, na qual, no último exercício social, se tenha verificado o maior volume negociado de valores mobiliários de sua emissão, dispensada tal exigência na hipótese de coincidir aquela localidade com a da sede da Companhia;

b) as Companhias cujos valores mobiliários não sejam admitidos à negociação em Bolsas de Valores, mas que tenham efetuado emissão pública de valores mobiliários, deverão proceder às publicações referidas acima, em jornal de grande circulação, editado na capital do Estado em que se situar a sede da Companhia, dispensada esta exigência na hipótese de coincidirem as duas localidades.

– As Companhias Abertas deverão indicar, no extrato da ata da primeira Assembléia Geral Ordinária realizada na vigência desta Instrução, os jornais de grande circulação em que serão efetuadas as publicações previstas em lei e nesta Instrução, sem prejuízo da eventual publicação em outro jornal.

Resolução nº 476 – BACEN – 17/05/78

– Dispõe sobre a forma de avaliação dos investimentos em sociedades coligadas e controladas, bem como sobre a apuração do valor do patrimônio líquido, a determinação do valor do investimento e o processamento da correção monetária do ativo imobilizado das referidas sociedades.

Nota Explicativa nº 05 – CVM

– Refere-se à Resolução nº 464, do Banco Central, de 23/02/78, a qual reajusta as taxas de corretagem para operação de intermediação em Bolsas de Valores, restabelecendo uma das faixas iniciais de valor de operações com a taxa de corretagem de 2%, e apresentando nova tabela de corretagem.

– Estabelece que tal medida foi tomada levando em consideração que a correção monetária dos limites das faixas relativas aos valores das operações apenas restituía o valor da corretagem aos níveis estabelecidos desde julho de 1968, e que, somente nos últimos cinco anos, o volume em cruzeiros de negociação em Bolsas de Valores teve uma redução em 43% com um aumento de 200% na quantidade de ações negociadas. Houve, portanto, sensível acréscimo na carga de trabalho referente ao manuseio, registro e controle dos certificados representativos dessas ações. Assim, achou-se necessário proporcionar, com a nova taxa fixada, um aumento real médio para as receitas de corretagem da ordem de 45%, representando uma recuperação parcial das perdas decorrentes do comportamento do mercado nos últimos anos.

– Dispõe ainda que, tendo em vista a necessidade de recursos contínuos e permanentes, especialmente voltados aos programas de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, foi estabelecido, na referida Resolução 464, o percentual de 1% das corretagens sobre operações de intermediação em Bolsas de Valores, que será destinado à formação de fundo especial, gerido pelas próprias Bolsas de Valores, objetivando o financiamento de programas de educação e divulgação do mercado acionário aprovados pelo Comitê de Divulgação do Mercado de Capitais – CODIMEC.

Nota Explicativa nº 07 – CVM

– Versa sobre a Resolução nº 470, de 24/04/78, do Banco Central.

– Esclarece que a filosofia que norteou a Resolução nº 470 foi a de enfatizar a utilização do sistema do DL 157 como fator indutor do desenvolvimento do mercado de ações e debêntures brasileiro, procurando atingir três objetivos: educar e atrair para o mercado de Ações e Debêntures os indivíduos com potencial de poupança; fortalecer a Empresa Privada Nacional; e, desenvolver o sistema de Distribuição de Valores Mobiliários.

Resolução nº 484 – BACEN – 28/06/78

– Baixa regulamento aplicável às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, o qual disciplina os procedimentos a serem adotados na avaliação e contabilização de investimentos em **sociedades coligadas ou controladas**, conforme conceituadas no Art. 243 da Lei nº 6.404, de 15/12/76. O referido regulamento:

- classifica os investimentos que serão avaliados pelo valor de patrimônio líquido, assim como estabelece normas para tal avaliação (complementares às regras estabelecidas no Art. 21 do Decreto-Lei nº 1.598, de 26/12/77, e na Lei nº 6.404, de 15/12/76), e determina a forma de se apurar a relação entre o valor contábil do investimento e o do patrimônio líquido da instituição participante;

- fixa normas para determinação do valor do patrimônio líquido das referidas sociedades, bem como critérios para apuração do percentual de participação em seu capital social, no caso de participação recíproca admitida pelo Banco Central;

- institui regras para o registro, na sociedade investidora ou controladora, do custo de aquisição de investimentos em coligada ou em controlada, o qual deverá ser desdobrado, sendo os valores resultantes desse desdobramento contabilizados em subcontas distintas: o "Valor de Patrimônio Líquido" do investimento, e "Ágios ou Deságios" na aquisição do investimento;

- estabelece bases para o ajuste, na sociedade investidora, do valor de patrimônio líquido do investimento, bem como normas para o registro, na investidora ou controladora, da diferença apurada e para a contabilização da contrapartida do ajuste;

- dispõe sobre a forma de utilização das reservas de reavaliação, ou seja, as contrapartidas de aumentos de valor atribuídos a elementos do ativo em virtude de novas avaliações e com base em laudo aprovado pela assembléia-geral (Lei nº 6.404, de 15/12/76, Art. 182, § 3º);

– fixa regras para a contabilização de dividendos e bonificações recebidos pela sociedade investidora ou controladora, como também para a divulgação de informações sobre as demonstrações financeiras das referidas sociedades;

– estabelece, para as instituições financeiras e as demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, a obrigatoriedade de auditoria contábil externa, efetuada por empresa de auditoria ou auditor contábil independente.

APÊNDICE

Classificação dos Atos Expedidos pela CVM

A Comissão de Valores Mobiliários, através da Deliberação n.º 1, de 23/02/78, resolveu instituir a seguinte nomenclatura e objetivos para os atos expedidos no exercício de suas atribuições.

Deliberação – tem o objetivo de consubstanciar todos os atos do Colegiado que constituam competência específica do mesmo nos termos do Regimento Interno da CVM, Art. 16.

Instrução – visa consubstanciar os atos através dos quais a CVM, nos termos do disposto no Inciso I do Art. 8 da Lei n.º 6.385, de 07/12/76 (Lei que dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a CVM), regulamentará as matérias expressamente previstas naquela Lei e na Lei n.º 6.404, de 15/12/76 (Lei das Sociedades por Ações).

Pareceres

a) **Pareceres de Orientação** – objetivam orientar, nos termos do disposto no Art. 13 da Lei n.º 6.385/76, os agentes do mercado e os investidores sobre matéria cuja regulação é de competência da CVM. Os Pareceres de Orientação servirão, também, para veicular as opiniões da CVM sobre interpretação das Leis n.ºs 6.385/76 e 6.404/76, no interesse do mercado de capitais.

b) **Pareceres** – destinam-se a responder, ainda nos termos do referido Art. 13 da Lei n.º 6.385/76, a consultas específicas que vierem a ser formuladas a esta Comissão por agentes do mercado e investidores, sempre sobre matéria cuja regulação compete à CVM.

Nota Explicativa – tem como objetivo tornar públicos os motivos que levaram a CVM a propor ao Conselho Monetário Nacional determinada matéria, objeto de sua decisão e, também, as razões pelas quais o Colegiado da CVM aprovou determinada Instrução.

Portaria – visa consubstanciar os atos que envolvam os aspectos de administração de pessoal da CVM.

Ato Declaratório – objetiva consubstanciar os atos através dos quais a CVM declarará a existência de um direito, em face do seu poder de credenciar ou autorizar o exercício de atividades.

De acordo com a Deliberação n.º 1, o entendimento exarado pela CVM através de seus atos não implica sua irreversibilidade, podendo tal entendimento vir a ser por ela modificado, sempre com vistas a uma interpretação mais consentânea com a legislação aplicável à matéria. Todos os atos expedidos pela CVM terão sempre numeração de ordem própria, sendo que as Deliberações, Instruções, Pareceres de Orientação e Atos Declaratórios serão sempre publicados na Imprensa Oficial.

IBMEC - CURSOS

Programação para Outubro

Mercado de Capitais

Objetivo — Transmitir aos participantes uma visão profunda da estrutura e modo de funcionamento do Mercado de Capitais Brasileiro, enfatizando a descrição e análise das funções e operações das principais instituições que integram o Sistema Financeiro Nacional.

Também fazem parte de seu programa "Fundamentos de Contabilidade", necessários à compreensão das principais alterações contidas na nova Lei das S.A. e "Matemática Financeira", aplicada em Mercado de Capitais.

Fundos de Pensão e Administração de Carteiras dos Investidores Institucionais

Objetivo: Transmitir aos participantes o conhecimento necessário à administração técnica de carteira de títulos relacionada às aplicações dos Investidores Institucionais.

O programa dará ênfase especial às aplicações previstas pela Resolução 460 do Banco Central do Brasil, de forma a atender às necessidades das entidades de previdência privada e também das instituições financeiras administradoras de aplicações.

Maiores Informações

Departamento de Formação e Treinamento
End.: Av. Beira Mar, s/nº (anexo ao Museu de Arte Moderna)
Telefone: 283-9222 — Ramal 64.

EXTRATOS DE JURISPRUDÊNCIA*

ÍNDICE

1. **Ações Nominativas (Transferência de)** 323
2. **Assembléia Geral (Anulação de Deliberação da)** 324
3. **Assembléia Geral (Competência e Poderes da)** 324
4. **Contrato de Câmbio** 324
5. **Crime Contra a Segurança Nacional (Assalto e Roubo Contra Estabelecimento de Crédito)** 325
6. **Lei da Usura (Revogação da, pela Lei da Reforma Bancária)** 326
   – *Legalidade da cobrança das comissões de: permanência, serviço e remuneratória, e outros encargos.* 326
7. **Liquidação Extrajudicial** 327
8. **Nome Comercial** 328
9. **Representação de S/A** 329
10. **Responsabilidade de Administrador de S/A** 329
11. **Responsabilidade de Administrador (Sonegação Fiscal)** 329
12. **Responsabilidade de Bolsa de Valores (Reconhecimento de Funcionários)** 329

Extratos da Jurisprudência selecionada sobre legislação de Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras, no período de março de 1978 a 21 de julho de 1978, do Supremo Tribunal Federal e Tribunal Federal de Recursos.

1. Ações Nominativas (Transferência de)

"(...) Contrato de compra e venda. Anulação. Transferência de ações nominativas de sociedade anônima.

---

* Esta parte foi organizada por Maria Cristina de Souza Barbosa, Assistente de Pesquisas do Departamento de Estudos e Pesquisas do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais — IBMEC —, e por Ariadna Bohomoletz Gaal, estagiária do referido Instituto.

– Inexistência, em face das circunstâncias da causa, de negativa de vigência do art. 27. a. do Decreto-lei 2.627-40. Aplicação da súmula 400 – Ausência de violação dos artigos 1122 e 1126 do Código Civil. Contrato de compra e venda que se aperfeiçoou com o acordo quanto ao objeto e ao preço. Interpretação de contrato (súmula 454). (...)"

(RE 87.637/STF, 8/11/77, publicado no DJU de 7/4/78, nº 66, p. 2.054)

2. Assembléia Geral (Anulação de Deliberação da)

"(...) Competência – Ação proposta por acionistas para anular deliberação de assembléias e venda de bens sociais. – Citação do IAA e de seu agente financeiro Banco do Brasil S.A., como terceiros, por lhes terem sido dados em garantia os bens vendidos. – Caso de assistência simples, ad adjuvandum, *sem que a autarquia sequer tenha ingressado nos autos. – Acórdão que não reconheceu a competência da Justiça Federal. – Inexistência de ofensa à lei ou de dissídio de julgados. – Recurso extraordinário não conhecido."*

(RE 85.559-9/SFT, 28/2/78, publicado no DJU de 17/3/78, nº 53, p. 1.417)

3. Assembléia Geral (Competência e Poderes da)

"(...) Sociedades Comerciais – Alienação de Bens.

– Todos os poderes conferidos aos administradores de sociedades comerciais pelos estatutos são exclusivamente de administração, podendo os demais entretanto, como o de alienação de bens da sociedade, serem ratificados, expressa ou tacitamente, pela assembléia geral de acionistas.

A transferência de bens do subscritor – pessoa física ou jurídica – para a sociedade é um ato de alienação, e, como tal, exige, para sua validade, o cumprimento das formalidades próprias desse ato. (...)"

(RE 85.100-3/STF, 21/2/78, publicado no DJU de 19/5/75, nº 94, p. 3.467)

4. Contrato de Câmbio

"(...) Adiantamento feito por instituição financeira a exportador, por conta do valor do contrato de câmbio. Concordata.

– A restituição a que alude o § 3º do artigo 75 da Lei número 4.728, de 14 de julho de 1965, não viola o princípio da isonomia (§ 1º do artigo 153 da Constituição Federal).

– Inexistência de dissídio com a súmula 417 que, por ser anterior à lei de Mercado de Capitais, não se refere à restituição em causa. (...)"

(RE 88.827-6/STF, 15/3/78, publicado no DJU de 14/4/78, nº 87, p. 2.349)

"(...) Lei de Mercado de Capitais. – Adiantamento feito por instituição financeira a exportador, por conta do valor do contrato de câmbio. Concordata.

– A restituição a que alude o § 3º do artigo 75 da Lei número 4.728, de 14 de julho de 1965, não viola o princípio da isonomia (§ 1º do artigo 153 da Constituição Federal).

– Inexistência de dissídio com a súmula 417 que, por ser anterior à Lei de Mercado de Capitais, não se refere à restituição em causa. (...)"

(RE 88.156-5/STF, 2/5/78, publicado no DJU de 29/5/78, nº 99, p. 3.732)

5. Crime Contra a Segurança Nacional (Assalto e Roubo Contra Estabelecimento de Crédito)

"(...) Assalto e Roubo contra Estabelecimento de Crédito e Financiamento. Crime contra a "Segurança Nacional". Competência da Justiça Militar.

Compete à Justiça Militar o processo e julgamento do crime de assalto e roubo contra estabelecimento de crédito.

Trata-se de crime contra a segurança nacional, *nos termos do art. 27, do Decreto-lei nº 898-69 cujo texto prevê, expressamente, para a hipótese , o foro militar, art. 56"*

(CC 3.180/TFR, 13/12/77, publicado no DJU de 22/3/78, nº 56, p. 1.626)

6. Lei da Usura (Revogação da, pela Lei da Reforma Bancária)

– Legalidade da cobrança das comissões de: permanência, serviço e remuneratória, e outros encargos.

"(...) 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 86.858/STF, 1/12/77, publicado no DJU de 17/3/78, nº 53, p. 1.417)

"(...) Embargos de divergência.

– Segundo reiterada orientação do STF, ainda recentemente seguida pela Segunda Turma (RE 84.478, de 3 de outubro de 1976), o artigo 9º do Decreto 22.626-33 só se aplica aos contratos de mútuo, não alcançando, assim, outros, como o de comodato.

– Por adotar essa orientação, o acórdão contra o qual foi interposto o recurso extraordinário não negou vigência ao citado dispositivo legal (...)"

(ERE 83.189/STF, 23/2/78, publicado no DJU de 31/3/78, nº 61, p. 1.831)

"(...) Juros usurários.

– A Lei 4.595-64 afastou a incidência do Decreto 22.626-33 somente sobre as operações realizadas por instituições financeiras públicas ou privadas, o que implica dizer que não alterou, no tocante as demais pessoas jurídicas e às pessoas físicas, a limitação, estabelecida nesse Decreto, taxa de juros e às comissões. (...)"

(RE 88.159-0/STF, 11/4/78 publicado no DJU de 2/6/78, nº 103, p. 3.932)

"(...) Lei de usura. Comissão de Fiscalização cobrada pelo Banco do Brasil. Revogação, em parte, do artigo 1º do Decreto número 22.626-33, pela Lei número 4.595-64, no tocante às operações com instituições de crédito, públicas, ou privadas que funcionam sob o estrito controle do Conselho Monetário Nacional. (...)"

(RE 82.907-5/STF, 14/4/78, publicado no DJU de 2/6/78, nº 103, p. 3.931)

"(...) Usura. Não é nula a taxa de serviço ou taxa de administração cobrada pela Caixa Econômica Federal em seus contratos de mútuo visto como a L. 4.595-64 excluiu-a, como prestamista da área de incidência da Lei de Usura (D. 22.626-33)."

(AC 39.908/TFR, 13/3/78, publicado no DJU de 9/6/78, nº 108, p. 4.142)

"(...) Contrato de mútuo hipotecário. Taxa de serviço.

Legitimidade da cláusula, consoante a jurisprudência consubstanciada na Súmula 596 do STF."

(AC 44.971/TFR, 15/2/78, publicado no DJU de 28/6/78, nº 121, p. 4.744)

"(...) Contrato de mútuo. Juros e correção monetária. Pretendida equiparação, para se ter por ultrapassado o limite de juros oficialmente fixado. Improcedência. Ausência de negativa de vigência à Lei número 4.595-64. Dissídio não caracterizado. (...)"

(RE 87.772-0/STF, 3/5/78, publicado no DJU de 30/6/78, nº 123, p. 4.842)

"(...) Mútuo. Entidade financeira.

Taxa de expediente. Usura.

– Assentando-se o acórdão recorrido em dois fundamentos suficientes de per si, e não tendo um deles sido atacado no recurso extraordinário, é de aplicar-se a súmula número 283.

Recurso extraordinário não conhecido."

(RE 89.311-3/STF, 5/5/78, publicado no DJU de 16/8/78, nº 113, p. 4.398)

7. Liquidação Extrajudicial

"(...) Ação Executiva. Instituição Financeira em regime de liquidação extrajudicial.

A competência para julgar o recurso no caso concreto, é da Justiça Estadual.

Recurso de que não se toma conhecimento, suscitando-se conflito de competência, perante o Supremo Tribunal Federal."

(AC 29.848/TFR, 21/10/77, publicado no DJU de 22/3/78, nº 56, p. 1.627)

"(...) Competência.

Liquidação extra-judicial de sociedade financeira decretada pelo Banco Central.

Reconhecida, com o advento da E.C. número, 1 a inconstitucionalidade do Decreto-lei número 685-69 no ponto em que manda incluir no âmbito da Justiça Federal as causas em que forem interessadas sociedades financeiras em liquidação, mantém-se a decisão agravada pela qual o Juiz Federal se deu por incompetente, para processar e julgar feito de sociedade naquela situação."

(AI 32.649/STF, 23/5/77, publicado no DJU de 27/4/78, nº 79, p. 2.763)

"(...) Competência. – Processo Civil. Instituição Financeira em liquidação extra-judicial. Jurisprudência do Supremo Tribunal Federal sobre a competência da Justiça Estadual. Revogação do DL nº 685-69 pelo artigo 57 da Lei nº 6.024-74. Conflito julgado procedente, sendo competente o Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul."

(CJ 6.122-6/STF, 31/5/78, publicado no DJU de 16/6/78, nº 113, p. 4.393)

8. Nome Comercial

"(...) Cancelamento de Arquivamento de Contrato Social, na parte referente à inclusão da palavra fórmica no nome comercial da ré, semelhante ao da primeira autora, registrado anteriormente. Procedência da ação (Constituição Federal artigo 153, § 24, Lei nº 4.726, de 13 de julho de 1965, artigo 38, Inciso IX; Decreto-lei nº 2.627, de 6 de setembro de 1940, artigo 3º, § 2º; Decreto nº 3.708, de 10 de janeiro de 1919, artigo 18).

Recurso ex officio – Não conhecimento, por incabível."

(AC 33.512/TFR, 9/11/77, publicado no DJU de 4/5/78, nº 83, p. 2.947)

9. Representação de S/A

"(...) Citação. Liquidação por artigos. As pessoas jurídicas serão representadas em juízo por quem os respectivos estatutos designarem, ou, não os designando, por seus diretores. – Citação de superintendente regional, com fundamento em que no foro competente para a ação não existe representante legal estatutario da executada. – Inadmissibilidade. (...)"

(RE 86.125-4/STF, 28/3/78, publicado no DJU de 14/4/78, nº 71, p. 2.348)

10. Responsabilidade de Administrador de S/A

"(...) Crime de abuso na administração de sociedade por ações (art. 177, § 1º, III, do CP). Crime de mera conduta que dispensa prejuízo concreto para a sua configuração.

A juntada de outros documentos e a realização de exame de corpo de delito, se necessário, poderão ser feitos na instrução.

Recurso desprovido para manter o indeferimento de habeas corpus."

(RHC 55.929-8/STF, 4/4/78, publicado no DJU de 5/5/78, nº 84, p. 2.978)

11. Responsabilidade de Administrador (Sonegação Fiscal)

"(...) Denúncia: Inépcia.

Inepta é a denúncia, oferecida contra administradores de uma pessoa jurídica, com fundamento em sonegação fiscal por esta praticada, se não descreve os atos e a participação atribuída a cada um dos denunciados; a responsabilidade penal é limitada aos administradores que praticaram a sonegação ou concorreram para a mesma (art. 6º, Lei nº 4.729-65)."

(HC 4.236/TFR, 28/1/77, publicado no DJU de 21/6/78, nº 116, p. 4.543/44)

12. Responsabilidade de Bolsas de Valores (reconhecimento de funcionários)

"(...) Bolsa de Valores de Minas Gerais. Situação dos antigos servidores. Procedência da ação proposta, visando o reconhecimento da qualidade de funcio-

nários do Estado de Minas Gerais, excluída a responsabilidade da União Federal. Execução de sentença. Resistência injustificada do réu. Confirmação da Sentença de liquidação. Transação relativamente a dois dos autores. Homologação.

Vencido na ação, de que foi excluida a responsabilidade da União Federal, e sendo confirmado o decisório pelo Supremo Tribunal, ao repelir a incompetência da Justiça Federal – RE 76.079 – Diário da Justiça *de 21.9.73 – deveria o Estado de Minas, iniciada a execução, providenciar o cumprimento da sentença, expedindo os decretos, enquadrando os autores nos cargos do serviço público correspondentes ou colocando-os em disponibilidade remunerada.*

Resistindo ao julgado, apresenta, no entanto, defesa improcedente. Merece assim acolhida a liquidação que reafirmou o direito pleiteado e calculou regularmente as vantagens devidas.

Quanto ao aproveitamento dos autores nos quadros estaduais, a possibilidade é manifesta, pois o Estado de Minas entrou em acordo *com dois dos autores e lhes atribuiu função no serviço público. Excluir os demais da situação reconhecida por sentença significa desobedecer ao decreto judicial e praticar discriminação inqualificável.*

Confirma-se, desse modo, a decisão de 1ª Instância; e homologa-se a transação *efetuada."*

(AC 45.618/TFR, 16/12/77, publicado no DJU de 4/5/78, nº 83, p. 2.948)

EDIÇÕES - IBMEC

RIO DE JANEIRO

CIA. EDITORA FORENSE (Distribuidor Exclusivo)
Av. Erasmo Braga, 299 – Tels.: 242-9752 e 283-6277

LIVRARIAS ● FORENSE – Av. Erasmo Braga, 299 ● FREITAS BASTOS – Rua Sete de Setembro, 127/129 ● INTERCIÊNCIA – Av. Presidente Vargas, 435 – sala 504 ● PADRÃO – Rua Miguel Couto, 40 ● AO LIVRO TÉCNICO – Rua Miguel Couto, 35-C ● IVO ALONSO – Praça Monte Castelo, 28 ● CECIMAR – Largo de São Francisco, 26 – sala 309 ● LER – Rua México, 31-Sobre-Loja 201/202 ● AGIR – Rua México, 98-B ● FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – Av. Graça Aranha, 26 – Lojas C e H – Praia de Botafogo, 188 ● EDITORIAL GLEN DO BRASIL – Rua Senador Dantas, 118-G Loja ● CULTURAL DA GUANABARA – Rua da Assembléia, 38 – Loja ● UNIVERSITÁRIA FERREIRA – Rua Manoel Vitorino, 528 – Piedade – Av. Paris, 146 – Bonsucesso ● MERCURIO STAR – Rua Manoel Vitorino, 538 – Piedade ● PAPELARIA AMÉRICA – Rua Cardoso de Morais, 400 – Ramos ● FRANCISCO ALVES – Rua do Ouvidor, 166 – Rua Farme de Amoedo, 57 – Ipanema ● O ACADÊMICO DO RIO – Rua da Carioca, 61 ● KOSMOS – Rua do Rosário, 135/137 ● CIÊNCIA MODERNA – Av. Rio Branco, 156 – Sobre-Loja, 230

NITERÓI

A CASA DA FILOSOFIA – Rua Dr. Celestino, 22 – Centro ● DIÁLOGO – Rua da Conceição, 204 a 206 – Centro

SÃO PAULO

DISAL – DISTRIBUIDORES DE LIVROS LTDA. (Distribuidor Exclusivo)
Rua Vitória, 302/304 – Caixa Postal 4817 – Tels.: 221-1005/1011/1205

LIVRARIAS ● CULTURA – Rua Barão de Itapetininga, 93 – 1º andar ● FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – Av. Nove de Julho, 2.029 ● M.M. OLIVEIRA MARQUES – Av. Ipiranga, 200/220 – Loja 40 ● AVENIDA SÃO JOÃO – Av. São João, 547 ● CULTURA EDITORA – Av. Paulista, 2.073 – Loja 35 ● SARAIVA – Rua Conselheiro Crispiniano, 108 – Rua São Bento, 196 – Praça da Sé, 423 ● FREITAS BASTOS – Rua XV de Novembro, 62/66 ● MESTRE JOU – Rua Augusta, 2.843 – Loja 1 – Rua Sete de Abril, 172 – Loja 2 ● NOBEL – Rua da Consolação, 49 – Rua Maria Antonia, 108 ● LIVRARIA TEIXEIRA – Rua Marconi, 40 ● LIVRARIA TRIÂNGULO – Rua Barão de Itapetininga, 255 – Lojas 23/24 ● SICILIANO – Rua Dom José de Barros, 323 – Rua Augusta, 2.123

RIO GRANDE DO SUL

CENTRALIZADORA (Distribuidor Exclusivo)
Av. Cel. Marcos, 880 – Pedra Redonda – Porto Alegre –
Tels.: (0512) 49-1158 e 49-1749

PARANÁ

TECNODIDÁTICA (Distribuidor Exclusivo)
Rua Quinze de Novembro, 870 – Curitiba – Tel.: (0412) 33-9534

Peça grátis o Catálogo de Publicações-Junho-78 aos Distribuidores ou ao IBMEC – Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – **RIO DE JANEIRO** – Av. Beira Mar, s/nº (anexo ao MAM) – Caixa Postal 6047/20.000 – Tels.: 283-9222 e 242-2343 – **SÃO PAULO** – Rua Alvares Penteado, 151 – 6º andar – Tel. 258-7222

sac/ibmec

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 — 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 REGULACION 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
UMA ANÁLISE QUANTITATIVA DO SISTEMA FINANCEIRO NO BRASIL — Antonio Carlos Lemgruber

EDIÇÕES ESPECIAIS

SÉRIE ESTUDOS ESPECIAIS:

1 FUNDOS DE PENSÃO — Moysés Glat (esgotado)

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 ... VAN-
CE

6 MI ... RMA-
ÇÕ

N.Cham. 332.678 1 P
Autor
Título Revista brasileira de mercado de capitais
v.4, n.11, maio 1978 PUC-Rio - PUCR 00205202

SÉRIE

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

ÊSTE LIVRO DEVE SER DEVOLVIDO NA ÚLTIMA DATA CARIMBADA

25 MAI 81			
16 MAI 85			

MOD. B 63 BIBLIOTECA P. U. C. R. J.

Diário Oficial de
9.73, para veiculação
balanços, balancetes,
ais e convocações
cumprimento da
das S.A.

Dirigida basicamente ao mercado acionário, a revista Bolsa atinge simultaneamente investidores e técnicos do setor. Ela é editada pela Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e se firmou como órgão de análise e inform ... o do mercado de cap ... s e dos acontecimentos da vida econômica nacional.

A circulação abrange todo o território nacional, com mais de 20.000 leitores semanais, entre investidores e técnicos.

A revista Bolsa preenche todas as exigências para a publicação de matéria legal.

Considere essas vantagens. E faça já a sua programação.

O retorno também é de lei.

bolsa
a revista do mercado de capitais brasileiros.

Praça XV de Novembro, 20, sobreloja, tel.: 231-5854, ramal 315
Rio de Janeiro - RJ

Av. São Luiz 50, conj. 202, c, 20º andar, tel.: 256-8851.
São Paulo - SP.