Revista Brasileira de Mercado de Capitais

Rbmec

Vol. 8 – Nº 22 – Jan./Abr. 1982

P
332.678
1

Um Balanço dos Incentivos Fiscais do DL 157: Evolução, Situação Atual e Aspectos Críticos . . . . . **Marcos Fernandes Machado**

Uma Análise dos Efeitos da Regulação sobre o Mercado Acionário Brasileiro . . . . . **Geraldo Magella M. de Vasconcellos**

A Evolução do Mercado Futuro de Ações da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro . . . . . **Ney O. Brito**
Mariamélia Lemos dos Santos

Mercado Futuro de Ações: Sugestões para Expansão . . . . . **IBMEC**

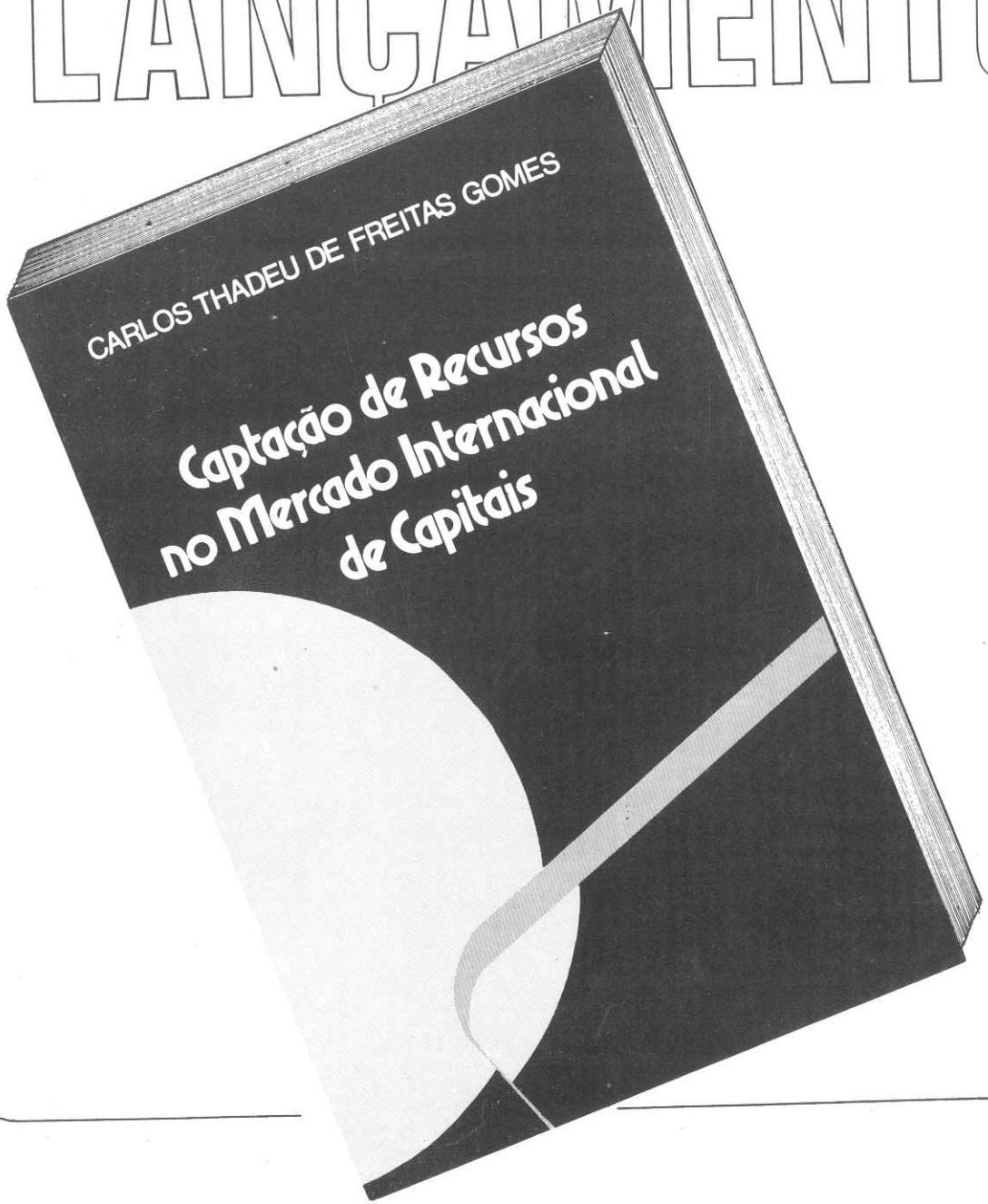
A Resolução 729, o Mercado Acionário e a Previdência Privada . . . . . **IBMEC**

Teoria e Prática do Capital . . . . . **Octavio Gouvêa de Bulhões**

UMA PUBLICAÇÃO IBMEC

Edições IBMEC

PRÓXIMO LANÇAMENTO



105048
BC — PUC
FINEP

Rbmec Revista Brasileira de Mercado de Capitais

Revista quadrimestral do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC
Registrada no DPF sob o nº 1.295 – P. 209/73

P
332.678
1

Volume 8
Número 22
Jan./Abr. 1982

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
BIBLIOTECA
RIO DE JANEIRO

EXPEDIENTE

CONSELHO EDITORIAL — Roberto Castello Branco, José Luiz Melo, José Paulo Teixeira, Liane M. Simoni, Luiz Augusto de Bragança, Marcos Fernandes Machado, Miguel D. F. Tavares, Ricardo J. Lustosa, Roberto M. Montezano.

Diretor Responsável — Roberto Castello Branco

Editor — Roberto M. Montezano

Coordenadora Editorial — Lilia Zanetti Freire

Secretária Executiva — Janete Manzano Donza

Supervisão de Comercialização — George Washington Meireles

Supervisão de Comunicação — Luiz Cesar Faro

Supervisão de Editoração e Revisão de Originais — Flávio Pinto Vieira

Supervisão Tipográfica — Rosy de Freitas Lamas

Revisão Tipográfica — Lucilia Ramalho e Walter S. Ferreira

Supervisão de Arte e Criação, Diagramação e Montagem — Francisco Pardelhas

Composição — Paulo Renato D. Lopes

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

Número Avulso Cr$ 700,00
Assinatura Anual — Cr$ 1.800,00 (porte simples)
Cr$ 2.200,00 (porte registrado)

Preços Válidos até 01/7/82

Correspondência Comercial — Av. Beira Mar s/nº, anexo ao MAM — Tel.: 220-5822 — 240-9984 — Rio de Janeiro — RJ.

Composta e Montada no IBMEC e Impressa na Apex Gráfica e Editora Ltda. — R. Marquês de Oliveira, 459 — Rio de Janeiro — RJ.

NORMAS EDITORIAIS

1. Os prazos para a entrega de originais referentes aos números da Rbmec são os seguintes:
   1º número: até 10 de abril;
   2º número: até 10 de julho; e
   3º número: até 10 de outubro.

2. Os trabalhos submetidos à publicação deverão ser inéditos, sob a forma de artigos, notas, comentários e resenhas.

3. Os originais submetidos à publicação deverão ser enviados ao Editor, ou a um Conselheiro, em duas cópias datilografadas em espaço dois, divididos em itens. As páginas devem ser numeradas.

4. Os originais deverão ser redigidos em português, espanhol, inglês ou francês, contendo de 20 a 30 laudas.

5. Os originais deverão vir acompanhados de resumo (aproximadamente 80 palavras) que forneça uma visão global do assunto enfocado, bem como de uma nota sobre o autor, incluindo dados sobre sua formação acadêmica e posição profissional.

6. Referências bibliográficas, mesmo que citadas em notas de rodapé, deverão ser listadas ao fim do trabalho, contendo claramente o nome do autor, título do artigo ou livro, editora, volume, número e data de publicação e número de páginas.

805326

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 e consultoria a entidades públicas e privadas.

REVISTA BRASILEIRA DE MERCADO DE CAPITAIS

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.

CONSELHO DIRETOR

Presidente
João Paulo dos Reis Velloso

Conselheiros
Carlos Brandão
Célio de Oliveira Borja
Celso da Rocha Miranda
Christiano Guimarães Fonseca
Fernando Luiz Nabuco de Abreu
Fernando Stamile Coutinho
Francisco Sanchez
Herculano Borges da Fonseca
Iran Siqueira Lima
Jorge Hilário Gouvêa Vieira
Luís Maria Tápias Auguet
Miguel Coelho Netto Pires Gonçalves
Pedro José da Matta Machado
Sergio Augusto Ribeiro
Sergio Faria Alves de Assis

Vice-Presidente Executivo
Roberto da Cunha Castello Branco

Sócios Honorários
Octavio Gouvêa de Bulhões
Fernando de Souza Ribeiro de Carvalho
Angelo Calmon de Sá

SEDE: Av. Beira Mar, s/nº — anexo ao MAM — CEP 20021 — Rio de Janeiro — Caixa Postal 6047 e 6062 — CEP 20145 — Tel.: 220-5822 e 240-9984

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

v. 28 cm. quadrimestral.

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

CDU: 332.61/63 (05)
CDD: 332.605

SUMÁRIO

ARTIGOS

5 UM BALANÇO DOS INCENTIVOS FISCAIS DO DL 157: EVOLUÇÃO, SITUAÇÃO ATUAL E ASPECTOS CRÍTICOS — Marcos Fernandes Machado

29 UMA ANÁLISE DOS EFEITOS DA REGULAÇÃO SOBRE O MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO — Geraldo Magella M. de Vasconcellos

41 A EVOLUÇÃO DO MERCADO FUTURO DE AÇÕES DA BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO — Ney O. Brito e Mariamélia Lemos dos Santos

SEÇÃO ESPECIAL

63 MERCADO FUTURO DE AÇÕES: SUGESTÕES PARA EXPANSÃO — IBMEC

71 A RESOLUÇÃO 729, O MERCADO ACIONÁRIO E A PREVIDÊNCIA PRIVADA — IBMEC

NOTAS E COMENTÁRIOS

83 TEORIA E PRÁTICA DO CAPITAL — Octavio Gouvêa de Bulhões

NOTA DO EDITOR

A Rbmec traz nesta edição trabalhos diretamente voltados para o mercado de ações brasileiro, onde questões relevantes e oportunas são apresentadas, principalmente no que se refere à regulamentação e à política econômica direcionadas para moldar o desempenho deste mercado.

Na seção de artigos mostra-se uma avaliação abrangente dos incentivos fiscais associados ao DL 157, onde são condensados pontos críticos deste mecanismo que foi criado com o objetivo de incrementar o papel do mercado acionário como fonte de capitalização para as empresas. Em outro trabalho é apresentado um estudo dos efeitos da regulação no mercado de capitais, procurando testar hipóteses quanto ao impacto da atuação regulatória da CVM sobre os níveis de risco do mercado de ações. Além disso, a seção também mostra uma análise da evolução recente do mercado futuro de ações, particularmente no que se refere a aspectos institucionais.

A seção especial incorpora duas avaliações dos técnicos do IBMEC sobre os efeitos de recentes decisões de autoridades financeiras sobre o mercado futuro de ações — Instrução nº 19 da CVM — e sobre a composição das reservas técnicas não-comprometidas dos fundos de pensão fechados — Resolução 729 do Banco Central do Brasil. Ambos os trabalhos, além de tecerem comentários sobre os efeitos diretos daquelas medidas, procuram construir análises e sugestões globais relativas à estruturação do mercado futuro de ações e dos fundos de pensão fechados no Brasil.

Finalmente, a seção notas e comentários apresenta observações sobre um ponto importante no que concerne à eficiência do mercado de ações como canalizador de recursos financeiros para as empresas: o tratamento tributário dos dividendos e seus reflexos sobre a composição de capital das firmas.

A partir deste número, a seção jurisprudência não mais fará parte da Rbmec. Por decisão da Instituição, a jurisprudência estará sendo futuramente distribuída em canal próprio. No momento está sendo feita uma consolidação de toda a jurisprudência já publicada. Após a conclusão da citada consolidação, o IBMEC distribuirá periodicamente atualizações desta matéria.

Seguro não é um acidente na vida da Internacional de Seguros.

A Internacional de Seguros não trabalha em seguro por mero acaso. Pode parecer estranho uma seguradora afirmar isso.

Mas no caso da Internacional de Seguros, isto significa que ela é uma seguradora independente e desvinculada de qualquer grupo financeiro.

A Internacional de Seguros só trabalha com seguro.

E isto é uma dedicação de 24 horas por dia, 365 dias por ano. A dedicação que só um especialista pode ter.

E utiliza como canal permanente de vendas de seus produtos especialistas tão dedicados quanto ela: os corretores de seguros.

Para a Internacional de Seguros, seguro é uma especialidade.

Para fazer do seguro uma especialidade como a Internacional de Seguros se propõe, é preciso estudar, pesquisar, desenvolver novas técnicas, enfim, inovar, evoluir sempre.

Além de contar ainda com a experiência e conhecimento de mais de 60 anos de trabalho com seguros dos mais diversos tipos.

Para a Internacional de Seguros, o aperfeiçoamento do seguro é uma tarefa que não tem fronteiras.

O grande objetivo da Internacional de Seguros de desenvolver sempre e cada vez mais o seu produto, é uma preocupação constante.

Uma tarefa que não obedece limites nem fronteiras. Prova disto são os convênios e intercâmbios que a Internacional de Seguros mantém com algumas das mais importantes e respeitadas seguradoras do mundo, como a Royal Insurance, a Zurich Insurance Co. e a Haftpflichtverband der Deustche Industrie, com a qual a CIS formou em joint-venture a Hannover-Internacional de Seguros S.A..

Para a Internacional de Seguros, quanto mais se aprende sobre seguro, mais ele se torna necessário.

Deste pensamento nasceu o Ciclo CIS de Palestras.

Seu objetivo é o de informar, educar, esclarecer e oferecer novas técnicas de seguro onde for necessário.

O Ciclo CIS de Palestras está divulgando o seguro em todo o país.

O resultado será o maior conhecimento do seguro, maior conscientização de suas necessidades e, sem dúvida, ampliação do mercado.

E a Internacional não pára por aí.

Porque o papel de uma seguradora como a Internacional de Seguros não é só uma apólice.

CIS

Internacional de Seguros

Standard

Um Balanço dos Incentivos Fiscais do DL 157: Evolução, Situação Atual e Aspectos Críticos *

Marcos Fernandes Machado **

Este artigo descreve o mecanismo operacional dos incentivos fiscais do DL 157, quantifica sua importância para o mercado de ações brasileiro e analisa algumas questões mais controvertidas acerca destes incentivos. Nesta perspectiva, registra ainda as freqüentes modificações sofridas por estes incentivos desde sua criação em 1967.

This article describes the functioning of the fiscal incentives created by Decree Law 157 and quantifies their importance for the Brazilian corporate securities market. Also the study analyses some controversies raised concerning this form of incentive. In this respect, the article notes the frequent changes which occurred in these incentives since their introduction in 1967.

INTRODUÇÃO

O volume de recursos transferidos pela Secretaria da Receita Federal aos Fundos Fiscais criados pelo Decreto-Lei nº 157, até fevereiro de 1967, alcançou a Cr$ 12,5 bilhões no ano de 1980. Em termos relativos, este volume correspondeu aproximadamente a 4% do total dos subsídios fiscais concedidos na economia brasileira naquele ano e a 1,3% em perda de receita tributária pela União. Embora não se possa considerar tal magnitude excessivamente elevada, em termos do mercado de ações brasileiro, esses incentivos adquirem um papel bastante importante.

Entretanto, os resultados da atuação dos Fundos Fiscais nesse mercado tem sido alvo de inúmeras críticas desde a sua criação até o presente. De um modo geral, observa-se que as autoridades têm se mostrado sensíveis a estas críticas, promovendo as modificações necessárias no sentido de corrigir os problemas apontados, que fizeram com que esses incentivos apresentem atualmente feições bastante distintas daquelas com que foram originalmente concebidas.

Apesar destas transformações, os Fundos Fiscais padecem ainda de alguns problemas não devidamente solucionados e que estão a demandar novas alterações em sua sistemática de funcionamento. O objetivo deste trabalho é apresentar uma análise detalhada desses problemas acompanhada de uma descrição da evolução e principais modificações desses incentivos, no intuito de fornecer elementos que propiciem a implementação de medidas que efetivamente venham contribuir para seu aprimoramento.

A Seção II deste trabalho é reservada a uma descrição desses incentivos destacando suas principais transformações ao longo do tempo. Na Seção III, será

* Agradeço os valiosos comentários de Miguel Dirceu F. Tavares, Pedro Carvalho de Mello, Walter Lee Ness, Jr, e Roberto da Cunha Castello Branco, respectivamente Pesquisador, Coordenador de Área, Diretor Técnico e Vice-Presidente Executivo do IBMEC. Os eventuais erros e omissões remanescentes, são de minha inteira responsabilidade.

** Pesquisador do IBMEC, na área de Economia.

efetuada uma apreciação da situação atual dos Fundos 157, destacando os aspectos relacionados aos cotistas dos Fundos Fiscais e a importância desses incentivos para o mercado de ações brasileiro. Na Seção IV, serão considerados alguns importantes problemas associados aos Fundos 157, que se constituem nos seus aspectos mais controvertidos. Concluindo o trabalho, na Seção V, serão apresentadas algumas considerações específicas sobre a forma que se supõe ser a mais adequada para a organização dos incentivos fiscais do Decreto-Lei nº 157.

DESCRIÇÃO DOS INCENTIVOS: ORIGENS E EVOLUÇÃO

ORIGENS

Os Fundos 157 foram criados em fevereiro de 1967, com a finalidade de capitalizar as empresas que atravessavam uma etapa recessiva particularmente severa, e encontravam-se, na ocasião, com dificuldades de obter recursos para capital de giro em fontes alternativas ao sistema de crédito. Assim, imaginou-se a criação de um mecanismo organizado na forma de Fundos Fiscais, que seriam administrados pelos bancos de investimento, corretoras e financeiras. Os recursos teriam origem a partir de deduções em 10% do imposto de renda das pessoas físicas e jurídicas, e seriam destinados a aplicações em valores mobiliários (ações ou debêntures conversíveis) de empresas que se dispusessem a aceitar determinadas exigências estipuladas no artigo 7º do DL nº 157.[1] Estas exigências foram adotadas com o propósito de induzir as empresas a reforçarem seu capital de giro através de oferta pública de ações ou de alienação de imóveis.

Para melhor compreender os propósitos que nortearam a criação desses incentivos, vale mencionar alguns aspectos associados às condições da economia e aos objetivos da política econômica na ocasião em que foram concebidos. Certamente, a causa imediata da criação dos incentivos do Sistema 157, consistiu na necessidade de apoiar as empresas que se encontravam descapitalizadas e com dificuldades financeiras face ao período recessivo 1962-1967. Nesta ocasião, as empresas encontravam-se cada vez mais dependentes do crédito bancário a curto prazo para financiar suas operações, devido à pouca expressão do mercado de capitais nesse financiamento. Esta situação não só acentuava a vulnerabilidade das empresas às políticas de estabilização, como, freqüentemente, redundava em emissões inflacionárias de moeda.

Mas apenas para resolver o problema de capitalização das empresas, qualquer outro mecanismo mais simples, como o crédito subsidiado ou isenções fiscais poderia ser implementado. No entanto, ao criar os Fundos 157, o governo optou pela implantação de um mecanismo bem mais sofisticado e até então não testado na prática.

Certamente, o desenvolvimento desses incentivos não ocorreu isenta de problemas, a julgar pelas inúmeras modificações verificadas ao longo de sua existência. Essas transformações serão descritas a seguir, delineando um panorama geral da evolução desses incentivos.

EVOLUÇÃO

Com o objetivo de verificar o sentido destas transformações, passamos então a descrever as principais modificações ocorridas com os Fundos 157 no período 1967-1980, destacando os seguintes aspectos: a forma de captação de recursos pelos fundos; os prazos de resgate das quotas; os critérios de diversificação requeridos em suas aplicações; e os critérios exigidos no direcionamento dos seus recursos entre as diversas categorias de empresas e o mercado primário e secundário de valores mobiliários. Aspectos relacionados às exigências de prestação de informações ao contribuinte pelos Fundos Fiscais, serão considerados especificamente na próxima seção.

Modificações no Processo de Captação de Recursos pelos Fundos Fiscais

A forma inicial de captação de recursos pelas instituições administradoras de Fundos Fiscais, definida no DL nº 157, de 10 de fevereiro de 1967, realizava-se mediante venda de "Certificados de Compra de Ações" (e também de depósitos, no caso dos bancos de investimento) ao contribuinte, que efetuava sua opção em declaração de rendimento e comprava certificados (ou efetuava depósitos) da instituição financeira no valor correspondente à sua dedução. Essa forma de captação durou cerca de cinco anos, entre 1967 e 1972.

---

1 O artigo 7º do DL 157, de 10 de fevereiro de 1967, estabelece que os fundos somente poderiam aplicar recursos em empresas que atendessem alternativamente as três primeiras condições expressas abaixo e, obrigatoriamente, a última condição indicada: "a) Colocar no mercado mediante oferta à subscrição pública, direta ou indiretamente, ações de aumento de capital, devendo os atuais acionistas subscrever, no mínimo, 20% do valor da emissão; b) Colocar no mercado debêntures conversíveis em ações de prazo mínimo de três anos, devendo os atuais acionistas subscrever 20% do valor da emissão; c) Alienar imóveis em valor que, no mínimo seja equivalente a 15% do capital social; d) Aplicar os recursos provenientes do aumento de capital com a opção de uma das providências acima enumeradas, em capital circulante. . .".

A primeira alteração nesse mecanismo ocorreu no início de 1972, através da criação de cautelas representativas dos CCAs, emitidos pela Secretaria da Receita Federal. Essas cautelas eram enviadas diretamente ao contribuinte (juntamente com a guia de notificação do imposto) que as entregavam nos fundos de sua preferência. Essa modificação implicou em que o contribuinte passou a recolher o imposto integralmente, sendo compulsoriamente engajado neste programa. Este procedimento durou cerca de sete anos, permanecendo inalterado até 1978.

Em 7 de dezembro de 1978, através do DL nº 1.642, a forma de captação de recursos sofreu nova modificação, permanecendo em vigor até os dias atuais. Esta modificação consistiu na eliminação das cautelas representativas dos CCAs, passando o contribuinte a optar por um fundo fiscal em sua própria declaração de renda.

Como se pode observar, essas modificações vieram simplificando gradativamente a sistemática de captação de recursos pelos Fundos Fiscais. Em particular, a última modificação veio contribuir para reduzir os custos de transação do contribuinte, que não necessitava mais dispender tempo dirigindo-se a uma instituição financeira para efetuar sua aplicação. Além disso, contribuiu também para reduzir os custos operacionais dos fundos, com a eliminação dos gastos com a emissão dos CCAs.

Modificações no Prazo de Resgate das Quotas

O DL nº 157 determinava que os resgates das quotas dos Fundos Fiscais deveriam ser efetuados em títulos, ao cabo de dois anos. Essa sistemática de resgate veio a sofrer, posteriormente, duas modificações:

A primeira, ocorreu em 26 de junho de 1970, através do DL nº 1.109, e vigorou até julho de 1974. Essa modificação consistiu em ampliar o prazo de resgate das quotas pelo investidor para três parcelas, da seguinte forma: 30% no segundo ano, 50% no terceiro e o restante no quarto ano.

A segunda e última modificação ocorreu em 23 de julho de 1974, através do DL nº 1.338. Essa modificação também prolongou o prazo de resgate das quotas, para 50% do seu valor no quinto ano e os 50% restantes no sexto ano.

O prolongamento dos prazos de resgate teve como efeito imediato uma elevação no volume de recursos em poder dos Fundos Fiscais. Uma conseqüência adversa destas medidas, entretanto, foi reduzir o interesse do contribuinte, que passou a se defrontar com aplicações muito longas e sujeitas a modificações freqüentes.

Modificações nos Critérios de Diversificação nas Aplicações dos Fundos Fiscais

Essas modificações também ocorreram com freqüência, e atuaram no sentido de induzir gradativamente a um aumento no número de ações em poder dos Fundos Fiscais. Desse modo, o limite máximo para a participação de cada título em carteira do fundo, foi sendo reduzido até alcançar o atual limite máximo de 4%, exigidos pela Resolução nº 470 de 24/04/78 do Banco Central. Este documento legal estabeleceu, adicionalmente, limites quanto à participação dos fundos do capital da empresa (máximo de 10% do capital) e quanto ao número mínimo de empresas em carteira dos fundos (mínimo de 40 empresas). Complementarmente a essas exigências, a Resolução nº 470 limitou, ainda, o volume de subscrição em oferta pública pelos Fundos Fiscais aos níveis de 10% para cada fundo e de 50% para o Sistema 157 como um todo.

Essas medidas trouxeram benefícios no sentido de acentuar o caráter potencialmente indutor à abertura de capital das empresas pelos Fundos 157, permitindo-lhes contribuir mais acentuadamente para promover o desenvolvimento do mercado acionário, pelo estímulo à ampliação do número de ações ofertadas em mercado.

Modificações nas Regras de Aplicações de Recursos

Até 1978 a legislação relativa às aplicações de recursos pelos Fundos Fiscais, fixava os percentuais em que os fundos deveriam aplicar seus recursos entre o mercado primário e secundário. Em geral, um maior volume de aplicações era redirecionado para o mercado secundário, sempre que este atravessava uma fase depressiva. Essas modificações se processavam, portanto, em função de eventuais declínios sofridos pelo mercado acionário, o que veio a conferir aos Fundos 157 um objetivo adicional, embora não claramente explicitado, de contribuir para estabilização desse mercado.

Na fase inicial da atuação dos fundos, havia alguma dúvida sobre como deveriam ser aplicados os recursos, embora parecesse implícito que o Decreto-Lei nº 157 determinava a aquisição de novas ações pelos fundos. Ainda assim, em março de 1967 (menos de um mês após a criação dos fundos) o governo emitiu a Resolução nº 149, autorizando a compra de ações em bolsa em até 10% dos recursos dos Fundos 157. Alguns argumentos sugerem que a atuação inicial dos Fundos 157 tenha contribuído principalmente para aumentar a atividade no mercado de ações, dado que, naquela

ocasião, o número de companhias que se qualificaram de acordo com o artigo 7º (do DL 157) foi relativamente baixo e ao mesmo tempo, os preços das ações se encontravam deprimidos, o que desestimulava, ainda mais, as companhias de realizarem novas emissões.

Desse modo, o governo apenas sancionou uma situação que já vigorava de fato, quando baixou a Resolução nº 60, em 24 de julho de 1967, permitindo que os Fundos 157 aplicassem 1/3 de suas receitas em bolsa, na aquisição de ações de qualquer empresa, até a data de 30 de outubro de 1967.

A partir do início de 1969, com o advento do Decreto-Lei nº 403, de 30 de dezembro de 1968, os fundos ficaram comprometidos preponderantemente com aplicações no mercado primário, em função da exigência de aplicação de 2/3 dos recursos arrecadados neste mercado. Esse direcionamento foi revertido por um breve período (entre maio de 1970 e maio de 1971) quando através da Resolução nº 146 de 8 de maio de 1970, o governo elevou para 2/3 o limite máximo de aplicação no mercado secundário. Ao fim deste período, a situação voltou a se inverter, com a exigência de maior aplicação relativa no mercado primário, introduzindo-se, adicionalmente, uma novidade: a exigência de aplicação de 20% dos recursos arrecadados, no mínimo, para a subscrição de títulos de Sociedades Anônimas de Capital Aberto de porte pequeno e médio (DL nº 1.109, de 26/06/70 e Resolução nº 185, do Banco Central).[2] Subseqüentemente esse percentual foi elevado a 25% das carteiras dos fundos, introduzindo-se no período de junho de 1971 ao início de 1974, uma nova diretriz dos Fundos 157, desta feita com o objetivo de capitalizar as **pequenas e médias** empresas. Com a Resolução nº 288, de 31 de maio de 1974, a ênfase conferida ao mercado primário declinou, aprofundando uma medida iniciada em maio de 1972 com a Resolução nº 271, que direcionava 25% da carteira dos Fundos 157 às companhias negociadas em bolsa. Esta resolução autorizou uma elevação das aplicações em bolsa de 25% para 40% dos recursos totais dos fundos, acrescentando-se apenas a exigência de que as aplicações beneficiassem as empresas privadas nacionais. Finalmente, em 1978, foi consolidada a prioridade dada ao mercado de capitais em geral, sem discriminar entre mercado primário e secundário. Através da Resolução nº 470, o percentual mínimo exigido para aplicação de recursos dos Fundos 157, em ações de companhias privadas nacionais, foi elevado aos 80%, nível que vigora até os dias atuais.

Um aspecto importante contido nessas modificações, consiste na configuração de duas fases distintas no ciclo evolutivo desses incentivos: A primeira fase, que abrange o período de 1969 ao início de 1974, se caracteriza pela maior ênfase na atuação dos fundos no mercado primário. Nesta fase, destaca-se ainda um período entre junho de 1971 e abril de 1974, em que os fundos se encontravam voltados para a capitalização das pequenas e médias empresas. Esta fase, em geral, refletia a maior importância atribuída pela política econômica à atuação dos fundos na capitalização direta das empresas, existindo inclusive, uma preocupação explícita em não permitir que os fundos atuassem em bolsa, e não se convertessem "em objeto de mera valorização de papéis".[3] A segunda fase, iniciada a partir de maio de 1974, representa uma reversão dessa orientação, e reflete o objetivo de elevar a eficiência dos fundos na administração dos recursos, através de uma maior liberalidade em suas aplicações. Esta fase se consolida em 1978, quando os fundos passam a adquirir em definitivo o caráter de fundos de investimento em contraste com a fase anterior em que se distinguiam como fundos de capitalização.

Vale observar que esta nova configuração não implica em que os fundos deixem de subscrever ações ou debêntures conversíveis no mercado primário, mas apenas que poderão fazê-lo por critérios mais flexíveis, permitindo a busca de maior lucratividade para suas carteiras. A opção entre subscrição e bolsa adquire, assim, um caráter voluntário, compatível com um maior grau de eficiência na administração das carteiras. Esta conduta, se por um lado pode reduzir o fluxo de recursos diretos para as empresas, tende a favorecer um aumento no patrimônio dos fundos que se reverte em benefício dos seus cotistas. Isto não significa, tampouco, que os fundos deixem de beneficiar a capitalização das empresas ao atuar desta forma, mesmo se preferirem atuar apenas no mercado secundário. Neste caso, as empresas receberão benefícios indiretos favoráveis à sua capitalização, pelos maiores preços que suas emissões poderão alcançar no mercado.

Uma cronologia das modificações nas aplicações dos Fundos Fiscais, apresentada em seguida, permite obter uma visão detalhada das fases atravessadas pelos Fundos Fiscais. Em complemento, uma primeira visão das aplicações dos Fundos Fiscais nos últimos anos é fornecida no Quadro I, que apresenta dados relativos ao valor de mercado das ações nas carteiras dos Fundos Fiscais entre junho de 1978 e dezembro de 1980.

---

[2] A pequena e média empresa foi definida com base na soma do capital e reservas, não superior a 70.000 vezes o maior salário mínimo vigente no país.

[3] Conforme exposição de motivos do ministro Octavio Gouvêa de Bulhões, justificando a criação dos incentivos do DL 157.

Evolução das Aplicações dos Fundos Fiscais

Legislação	Evolução das Aplicações do Fundo	Período de Duração
DL 157, 10.02.67	100% dos recursos em compra de ações novas ou debêntures conversíveis em ações.	10.02.67 a 09.03.67
Res. 49, 10.03.67	90% em subscrição e 10% na compra de ações em bolsa.	10.03.67 a 23.07.67
Res. 60, 24.07.67	Aplicação integral em bolsa dos recursos arrecadados até 31.10.67.	24.07.67 a 29.12.68
DL 403, 30.12.68	Aplicação de 2/3 dos recursos arrecadados no mercado primário.	30.12.68 a 07.05.70
Res. 146, 08.05.70	Aplicação de 1/3 dos recursos arrecadados no mercado primário e 2/3 no mercado secundário.	08.05.70 a 19.05.71
Res. 185, 20.05.71	Aplicação no mercado primário de 50% dos recursos a partir de Junho de 1971; 60% a partir de Setembro de 1971; 70% a partir de Dezembro de 1971; introdução da exigência de 20% dos recursos arrecadados em subscrição de títulos de Sociedades Anônimas de Capital Aberto (SACA) de pequeno e médio porte.	20.05.71 a 25.04.72
DL 1.214, 26.04.72	25% da carteira aplicada em ações novas ou debêntures de empresas de pequeno e médio porte.	26.04.72 a 30.05.74
Res. 288, 31.05.74	40% dos recursos totais dos fundos aplicados em empresas livremente negociadas em bolsa.	31.05.74 a 23.07.74
Res. 292, 23.07.74	Permitida aplicação total de recursos em bolsa, desde que no mínimo 70% em títulos de SACA's de controle privado nacional.	23.07.74 a 12.08.75
Res. 340, 13.08.75	70% da carteira dos fundos composta de ações ou debêntures conversíveis de SACA's controladas por capitais privados nacionais.	13.08.75 a 20.07.76
Res. 385, 21.07.76	75% da carteira em títulos de SACA's de controle privado nacional.	21.07.76 a 24.04.78
Res. 470, 25.04.78	80% em títulos de SACA's de controle privado nacional; limitação de 50% e 10% para absorção de *underwriting* pelo Sistema 157 como todo e por cada fundo individualmente.	25.04.78 em diante

QUADRO I — Valor de Mercado das Ações dos 40 Maiores Fundos Fiscais, Segundo o Controle do Capital

(em Cr$ milhões)

Categoria da Empresa	Junho 1978		Dezembro 1978		Dezembro 1979		Dezembro 1980	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Nacional Privada	10.480,8	81,8	21.520,2	86,1	21.771,1	85,9	28.618,0	87,5
Estrangeira	1.620,9	12,7	2.896,4	11,6	3.009,8	11,9	2.465,7	7,5
Estatal	710,4	5,5	570,1	2,3	570,1	2,2	1.618,2	4,9
Total	12.812,5	100,0	24.986,7	100,0	25.351,0	100,0	32.701,0	100,0

Fonte: Fundos de Investimentos Fiscais, DEMEC/BACEN.

Cabe indagar, neste contexto, quais as possíveis razões para tantas modificações conforme acabamos de verificar. Uma das explicações mais plausíveis, decorre, em primeiro lugar, do próprio processo de evolução e amadurecimento da experiência com esses incentivos. Conforme vimos, essas modificações, embora tenham sido bastante freqüentes, introduziram, de fato, alguns importantes aprimoramentos na sistemática de funcionamento dos Fundos Fiscais. Desse modo, essas transformações podem ser encaradas como ajustamentos necessários decorrentes do confronto entre um mecanismo concebido teoricamente e o seu funcionamento na prática.

Por outro lado, à medida em que a situação econômica do país foi se modificando, alguns problemas relacionados ao mercado de capitais foram assumindo um papel de maior relevância. Assim, gradativamente novos objetivos foram sendo atribuídos aos incentivos do DL 157, como, por exemplo, a promoção de um maior desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, através de sua estabilização, da ampliação do número de empresas aptas a absorver recursos neste mercado e da indução do investidor individual para este mercado. Vale mencionar que, atualmente, os objetivos de desenvolver o mercado de capitais e estimular a maior participação dos investidores individuais no mercado, se apresentam como objetivos prioritários desses incentivos, ao contrário da fase inicial, em que prevalecia o objetivo da capitalização direta das empresas.

Os Fundos 157 sofreram recentemente duas alterações significativas, a primeira em dezembro de 1980 e a segunda em outubro de 1981. Ambas apresentam

uma característica comum, que é a de reduzir o montante de recursos a serem canalizados para os Fundos Fiscais 157. Um resumo das modificações nas reduções do imposto devido, para fins de aplicação nos Fundos 157, é apresentado em seguida.

	Classes de Renda Bruta (Cr$ mil)	Percentual Sobre o Imposto Líquido Devido
Deduções Permitidas até o Ano de 1980	até 264,5	24
	de 264,5 a 355,0	21
	de 355,0 a 486,3	18
	de 486,3 a 638,5	16
	de 638,5 a 875,6	14
	de 875,6 a 1.399,4	12
	acima de 1.399,4	10
Deduções Previstas para 1981 (DL nº 1.841)	até 750,0	18
	de 750,0 a 1.500,0	12
	acima de 1.500,0	8
Deduções Previstas para 1981 (modificação de outubro de 1981)	até 1.425,0	12
	de 1.425,0 a 2.850,0	8
	de 2.850,0 a 10.000,0	4
	acima de 10.000,0	não há dedução

As modificações introduzidas com o DL nº 1.841 em dezembro de 1980, determinaram ainda que sejam revertidos ao Tesouro os recursos dos certificados de compra de ações não utilizados durante o seu prazo de validade, liberaram para resgate em qualquer período as quotas de valor inferior a Cr$ 2.000,00, e determinaram que o governo poderá fixar percentuais de recursos próprios a serem exigidos dos contribuintes a partir de 1982, em complemento ao incentivo concedido.

A SITUAÇÃO ATUAL DOS INCENTIVOS FISCAIS

Conforme mencionamos anteriormente, os Fundos 157 apresentam características distintas daquelas do passado. Atualmente, é permitido aos fundos aplicarem 80% de seus recursos em bolsa (desde que em companhias não-financeiras privadas nacionais), o que aproxima os Fundos Fiscais dos Fundos Mútuos, embora nos primeiros a captação de recursos se realize compulsoriamente, enquanto no segundo ocorre de forma voluntária.

Com relação à administração dos Fundos Fiscais, observa-se uma tendência ao aumento da importância dos fundos administrados por bancos de investimento, em detrimento das corretoras. Essa tendência se acentuou em agosto de 1975, com a Resolução nº 340, que atribui somente aos bancos de investimento e às corretoras a incumbência da administração dos fundos, alijando da administração desses incentivos as financeiras. Ao mesmo tempo, esta Resolução exigiu um patrimônio líquido de Cr$ 6,0 milhões para que as corretoras se habilitassem à administração de um fundo, além de determinar que no caso de uma instituição (banco ou corretora) ligada a um conglomerado, a gestão caberia ao banco de investimento.

Uma visão de como se distribuem os Fundos Fiscais entre bancos e corretoras, a partir de 1977, é apresentado no Quadro II. Este quadro possibilita verificar claramente essa tendência referida anteriormente, no sentido de predomínio dos bancos de investimento na gestão dos Fundos Fiscais.

QUADRO II — Distribuição dos Fundos Fiscais de Investimento, por Administrador

(em Cr$ milhões)

Ano	Fundos Administrados por Bancos de Investimento		Fundos Administrados por Corretoras		Total	
	Número	Patrimônio Líquido	Número	Patrimônio Líquido	Número	Patrimônio Líquido
1977	30	12.934,0	9	1.096,5	39	14.030,5
(%)	(74,0)	(92,2)	(26,0)	(7,8)	(100,0)	(100,0)
1978	32	16.943,3	20	2.944,0	52	19.887,4
(%)	(61,5)	(85,2)	(38,5)	(14,8)	(100,0)	(100,0)
1979	34	34.882,2	16	3.683,6	50	38.565,8
(%)	(68,0)	(90,5)	(32,0)	(9,5)	(100,0)	(100,0)
1980	34	53.682,6	13	4.808,2	47	58.490,8
(%)	(72,0)	(91,8)	(28,0)	(8,2)	(100,0)	(100,0)

Nota: Dados referentes somente aos Fundos Fiscais enquadrados pelo Banco Central e correspondem, aproximadamente, a 98% do patrimônio líquido do total dos Fundos Fiscais.

Fonte: Fundos de Investimento Fiscais, DEMEC/BACEN.

Ainda em 1978, com a Resolução nº 470, o governo tomou a decisão de proibir a execução de ordens de compra e venda em bolsa para os Fundos Fiscais, através de corretoras independentes ou vinculadas a conglomerados financeiros que administrem Fundos Fiscais. Essa medida atingiu igualmente corretoras e bancos de investimentos administradores de fundos e, portanto, foi neutra no que se refere à tendência verificada de predomínio dos bancos de investimento. Embora não elimine o poder de barganha dos maiores administradores, seus principais efeitos foram o de promover um relativo fortalecimento da posição das corretoras não-administradoras de Fundos Fiscais, ao mesmo tempo em que contribuíram para reduzir o volume excessivo de negociações dos Fundos 157 em geral (ver Quadro IX).

Uma visão mais detalhada sobre a situação atual dos Fundos 157 pode ser obtida considerando-se separadamente dois aspectos fundamentais inerentes à constituição e funcionamento dos Fundos Fiscais: a participação dos contribuintes nos Fundos Fiscais e a importância desses investidores para o mercado de ações.

OS FUNDOS FISCAIS E OS CONTRIBUINTES

Os dados mais recentes fornecidos pela Secretaria da Receita Federal, relativos ao ano de 1979, registram um número de 1.736,1 mil contribuintes engajados neste programa, com uma aplicação média no valor de Cr$ 8.520,30 (vide Quadro III). Aproximadamente 71% dos contribuintes foram responsáveis por aplicações abaixo dessa média enquanto 29% realizaram aplicações de valor superior. Em termos absolutos, 844,8 mil contribuintes (48,7% do número total) foram responsáveis por aplicações no intervalo de Cr$ 1.000,00 a Cr$ 4.000,00, contribuindo com 12,3% das aplicações totais do DL 157 em 1979; 1.225,1 mil contribuintes (70,6% do total) foram responsáveis por aplicações entre Cr$ 1.000,00 e Cr$ 8.000,00, contribuindo com 26,9% do total (Cr$ 14,8 bilhões) dos incentivos fiscais do DL 157, naquele ano.

Observando-se que os contribuintes situados nas faixas de aplicação entre Cr$ 1.000,00 e Cr$ 4.000,00 são beneficiados com 12,3% dos incentivos concedidos, enquanto detém 28% da renda bruta total, podemos inferir que a distribuição dos incentivos do DL 157 é mais concentrada do que a própria distribuição da renda no Brasil. A percentagem de benefícios sobre a renda bruta de cada classe (última coluna no Quadro III) demonstra um elevado componente de regressividade neste incentivo, com as classes mais elevadas deduzindo uma parcela relativamente maior de seu imposto em proporção à sua renda, a despeito da fixação de percentuais de isenção declinantes para as classes mais elevadas.[4]

QUADRO III — Distribuição dos Contribuintes com Direito aos Incentivos do DL 157, por Faixa de Valor da Aplicação em 1979*

Faixas de Valor da Aplicação (Cr$ 1.000,00)	Contribuintes		Renda Bruta (Cr$ milhões)			Aplicação no DL 157		Valor da Aplicação ÷ ÷ Renda Bruta (%)
	Quantidade (1.000)	%	Total	%	Valor Médio	Valor Total (Cr$ milhões)	%	
1.000 a 4.000	844,8	48,7	221.943,1	28,0	0,263	1.818,8	12,3	0,82
4.001 a 8.000	380,3	21,9	145.476,4	18,4	0,382	2.153,5	14,6	1,48
8.001 a 16.000	275,0	15,8	155.483,0	19,6	0,565	3.114,4	21,1	2,00
16.001 a 32.000	165,2	9,5	144.137,2	18,2	0,872	3.615,7	24,4	2,51
32.001 a 59.999	55,2	3,2	77.412,6	9,8	1,402	2.282,5	15,4	2,95
60.000 a 99.999	10,0	0,6	22.123,9	2,8	2,230	742,4	5,0	3,36
100.000 a 200.000	4,4	0,3	15.128,3	1,9	3.419	590,1	4,0	3,90
200.000 a 249.999	0,5	0,0	2.666,0	0,3	5.238	113,2	0,8	4,25
Acima de 249.999	0,8	0,0	7.961,5	1,0	9.523	362,4	2,4	4,55
Total	1.736,2	100,0	792.332,0	100,0	0,456	14.793,0	100,0	1,87

* Baseado nas declarações do Imposto de Renda em 1980.

Fonte: "Mercado Potencial de Investidores Individuais — Análise e Quantificação", CODIMEC.

4 Com base no manual do imposto de renda das pessoas físicas de 1980 (ano-base 1979) o incentivo era concedido por sete faixas de renda bruta, com o percentual de dedução do imposto de renda devido variando de 24% para a faixa inferior (renda bruta até Cr$ 264.000,00) a 10% para a faixa superior (renda bruta acima de Cr$ 1.399.400,00).

Essas deduções geraram um volume de recursos líquidos (captação líquida de recursos) de Cr$ 9,8 bilhões, aproximadamente, para os Fundos Fiscais em 1980. Vale notar que uma vez captados os recursos pela Secretaria da Receita Federal, os mesmos são repassados aos Fundos Fiscais em oito parcelas mensais consecutivas, a partir da segunda quinzena de setembro. Uma visão do volume de incentivos do DL 157 gerado e da captação de recursos pelos Fundos Fiscais a partir de 1975 é apresentado no Quadro IV.

O número de CCAs emitidos anualmente em nome dos quotistas do DL 157 vem apresentando um declínio, em virtude da política de eliminação dos valores mais baixos, de acordo com propósitos de redução dos custos operacionais dos Fundos Fiscais. Conforme vimos, ao final de 1978, pelo DL nº 1.642, de 7 de dezembro de 1978, o governo liberou de participarem no Sistema 157 todos os contribuintes proprietários de CCAs menores ou iguais a Cr$ 700,00. Em dezembro de 1980, foram liberadas as aplicações iguais ou inferiores a Cr$ 2.000,00.

A IMPORTÂNCIA DOS FUNDOS 157 NO MERCADO DE AÇÕES

A importância deste incentivo para o mercado acionário pode ser dimensionada pelo fluxo de recursos aplicados no mercado pelos Fundos Fiscais. Os dados referentes ao ano de 1980 indicam que um total de Cr$ 10,0 bilhões foram aplicados no mercado acionário, sendo Cr$ 4,0 bilhões em aplicações líquidas no mercado secundário (compras menos vendas de ações em bolsa) e Cr$ 6,0 bilhões no mercado primário. Em termos relativos, os Fundos Fiscais foram responsáveis neste ano, por 17,6% das subscrições de ações em oferta pública e por 26,6% do movimento (compras mais vendas) nas Bolsas do Rio e São Paulo.

Esses percentuais deverão se reduzir nos próximos anos, face as modificações de outubro de 1981, que implicaram em uma redução de 40% nos incentivos do DL 157, reduzindo para cerca de Cr$ 25 bilhões o montante de recursos a serem repassados aos Fundos Fiscais no período de setembro de 1982 e abril de 1983.

Os dados relativos ao porte dos Fundos Fiscais, representados pelo patrimônio líquido e valor da carteira, reunidos no Quadro V, refletem, em uma primeira aproximação, a importância desses incentivos para o mercado de capitais.

QUADRO IV – Emissão de CCAs e Captação de Recursos pelos Fundos Fiscais

Ano	Emissão de CCAs			Captação de Recursos pelos Fundos (Cr$ milhões)			
	Valor (Cr$ milhões)	Número (1.000)	Valor Médio dos Certificados (Cr$ 1,00)	Emissão de Quotas	Resgate	Captação Líquida	Resgate/Emissão %
1975	1.666	2.447	672,0	1.057,0	77	980	7,28
1976	2.393	2.007	1.208,0	2.009,0	246	1.763	12,24
1977	3.454	2.046	1.609,0	3.267,0	610	2.657	18,67
1978	5.755	2.391	2.406,7	3.157,0	1.044	2.112	33,07
1979	14.793	1.736,2	9.523,0	6.912,0	1.623	5.290	23,48
1980	–	–	–	12.496,0	2.722	9.773	21,78

Fontes: 1975-1979: CVM, "Análise da Eficácia do Sistema de Fundos Fiscais do DL nº 157/67".
1980: Fundos de Investimento Fiscais, DEMEC/BACEN.

QUADRO V – Número, Patrimônio Líquido e Valor da Carteira dos Fundos Fiscais (1977-1980)

(Valores em Cr$ milhões de 1980)

Ano	Número de Fundos Fiscais	Patrimônio Líquido		Valor da Carteira	
		Valor	Crescimento %	Valor	Crescimento %
1977	39	60.455,6	–	60.995,7	–
1978	52	61.361,7	1,7	59.478,4	- 2,5
1979	50	78.341,2	27,7	78.660,3	32,3
1980	47	58.490,9	-25,3	58.547,8	-25,6

Nota: Dados referentes a 98% do patrimônio líquido do Sistema. Número total de Fundos em 1977: 70; 1978: 61; 1969: 61; 1980: 62.

Fonte: Fundos de Investimento Fiscais, DEMEC/BACEN.

A participação dos Fundos 157 no mercado acionário suscita algumas questões fundamentais relacionadas à constituição e natureza dos Fundos Fiscais, que merecerão um tratamento mais extenso e detalhado, neste contexto.

Embora a criação deste incentivo tenha sido motivada com a finalidade de capitalização direta das empresas, na qual o mercado acionário seria um meio de se alcançar este propósito, logo os Fundos Fiscais 157 adquiriram proporções que transcenderam a finalidade básica para a qual foram criados. Assim, este incentivo não somente desempenhou o papel de suprir recursos às empresas, como também, pela sua capacidade de aportar recursos de forma regular e crescente, foi se convertendo em uma importante fonte de alavancagem do mercado acionário.

Uma visão inicial da importância dos Fundos Fiscais no mercado de ações, relativamente a outros investidores institucionais, é apresentada no Quadro VI. Esse quadro reúne informações sobre as aplicações líquidas dos investidores (obtidas com base em suas subscrições mais compras menos vendas de ações em bolsa) e demonstram, inequivocamente, a expressiva importância dos Fundos 157 no mercado de ações, relativamente aos demais investidores.

Outras informações sobre as aplicações dos investidores institucionais no mercado acionário em 1980 são apresentadas no Quadro VII. Esses dados não são comparáveis aos do quadro anterior, porque não consideram as vendas de ações em bolsa, não nos permitindo conhecer o valor das aplicações líquidas dos investidores. Ainda assim, é possível observar neste Quadro, a significativa importância dos Fundos 157 para o mercado acionário.

QUADRO VII – Aplicações dos Investidores Institucionais em Ações e Debêntures em 1980

(Em Cr$ milhões)

Investidor	Compras em Bolsa		Subscrição	Total
	Valor	%	Valor	
Fundos Fiscais	20.813,5	14,07	6.019,3	26.832,8
Fundos Mútuos	4.326,4	2,93	730,3	5.056,7
Soc. de Investimento	1.737,0	1,17	198,6	1.935,6
Fundos de Pensão (fechados)	23.253,0	15,72	7.656,6	30.909,6
Outros Investidores	97.787,6	66,11	...	...
Total	147.917,5	100,00	...	...

Fonte: Fundos de Investimentos Fiscais, DEMEC/BACEN.

QUADRO VI – Ingresso Líquido de Recursos de Investidores Institucionais no Mercado Acionário

(em Cr$ milhões)

Investidores	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Fundos 157	**88**	**129**	**88**	**238**	**788**	**884**	**440**	**1.243**	**1.923**	**1.421**	**3.890**	**10.020,6**
Fundos 1.401	–	–	–	–	–	–	92	148	82	118	...	
Fundos Mútuos	234	243	1.999	461	-309	-374	-473	-481	-305	-187	-287	
Seguradoras	–	–	–	–	–	–	155	613	989	1.522	2.907	
FINOR	–	–	–	–	–	–	–	1.666	1.655	2.171	1.377	
FISET-Turismo	–	–	–	–	–	–	–	81	46	-40	-23	
FISET-Pesca	–	–	–	–	–	–	–	70	11	-10	-9	
Embramec	–	–	–	–	–	–	91	410	343	580	905	
IBRASA	–	–	–	–	–	38	311	293	388	59	–	
FIBASE	–	–	–	–	–	15	40	87	76	219	497	
Bancos Estad. de Desenvolvimento	–	–	–	–	–	10	10	31	126	46	235	
Banco do Brasil	52	-33	-36	40	2	4	191	239	1.020	1.304	28	
BNDE	–	–	–	4	–	–	40	16	–	-91[a]	–	
PIS/PASEP	–	–	–	–	–	–	–	122	–	81[a]	36	
Setor Público	1.319	1.399	3.316	3.638	4.195	6.244	8.683	15.788	17.012	15.721	9.242	
Outros	222	233	632	386	614	716	970	2.496	2.777	2.244	5.954	
Total	1.915	1.971	6.011	4.767	5.290	7.537	10.550	22.831	26.143	25.158	25.752	
Cr$ Constantes 1979[b]	30.290	26.026	65.903	44.683	43.073	47.688	52.267	80.067	64.236	44.578	25.752	

Notas: [a] Somente 11 meses.

[b] Deflator: Índice Geral de Preços, Disponibilidades Internas – média de cada período.

Fontes: "Mercado Primário de Ações no Brasil", Ness, W. L. e Pereira, R. F., IBMEC.
Tabela V (Aplicação dos Fundos 157 no Mercado Primário e Secundário).

Uma síntese da atuação dos Fundos Fiscais 157 no mercado primário e secundário a partir de 1972 é apresentada no Quadro VIII. A modificação na orientação das operações dos Fundos Fiscais verificada em 1974, que elevou de 40% para 70% os percentuais mínimos de aplicações em títulos de empresa privada nacional, sem discriminar entre mercado primário e secundário, ocorreu simultaneamente com o prolongamento do prazo de resgate das quotas, em parcelas iguais no quinto e sexto ano a partir da data da aplicação (enquanto anteriormente era permitido o resgate das quotas em três vezes: 30% no segundo ano, 50% no terceiro e 20% no quarto ano). O prolongamento dos prazos de resgate das quotas, coerente com a concepção de que ação representa um investimento de longo prazo, combinado com as medidas de liberação das aplicações dos Fundos Fiscais, provavelmente contribuiu para modificar o comportamento dos Fundos e sua posição no mercado secundário. Com efeito, na primeira fase em que predominava exigências de aplicação no mercado primário, representada no Quadro V pelo período 1969-1972, os dados sugerem que os fundos adotaram, em diversas ocasiões, uma posição vendedora de títulos no mercado secundário. Na segunda fase, quando passou a prevalecer exigências menos rígidas de aplicação (representada no quadro a partir de 1975), observa-se uma modificação neste comportamento, com os fundos adotando uma posição compradora em bolsa, certamente mais compatível com o objetivo de promover o desenvolvimento do mercado de ações.

As considerações anteriores se referiram especificamente à forma como os fundos distribuem seus recursos no mercado de ações. Uma outra questão é saber qual tem sido a importância dos Fundos Fiscais em relação ao mercado secundário. Esta questão nos interessa de perto, pois, se os fundos contribuírem para a estabilidade do mercado, esta contribuição será tanto mais eficaz quanto mais elevada for sua participação neste mercado.

Os dados apresentados no Quadro IX, comparando o volume de negócios dos Fundos 157 com o movimento das principais bolsas do país (Rio de Janeiro e São Paulo), nos indicam que a importância dos Fundos 157 no mercado secundário é altamente significativa, tendo inclusive aumentado após as medidas de liberação nas aplicações dos fundos mesmo com a tendência à redução na rotatividade da carteira dos Fundos Fiscais, em decorrência da iniciativa de proibir aos Fundos Fiscais negociações através de corretora do mesmo grupo. O confronto entre os dados disponíveis para cada período considerado, demonstra que aumentou a importância dos fundos na movimentação das bolsas no segundo período. É provável, entretanto, que esta importância venha a apresentar algum declínio com o passar do tempo, à medida em que novos investidores institucionais forem se desenvolvendo e que outras modalidades operacionais no mercado, nas quais os Fundos 157 não participam, forem sendo desenvolvidas.

QUADRO VIII — Aplicação dos Fundos 157 no Mercado Primário e Secundário

(em Cr$ milhões)

Anos	Mercado Primário (a)	Mercado Secundário			Total (a) + (b)
		Compras	Vendas	Aplicações Líquidas (b)	
1969	110,3	75,8	75,3	0,5	110,8
1970	162,4	178,1	211,6	-33,5	128,9
1971	269,2	431,1	611,9	-180,8	88,4
1972	55,8*	939,6	1.008,0	-67,3	-11,5
Média — 1969-1972	149,4	406,2	476,7	-70,3	79,1
1975	69	512,0	141,0	371,0	440,0
1976	514,9	3.618,7	2.414,7	1.204,0	1.718,9
1977	923,5	5.284,4	3.699,5	1.584,9	2.508,4
1978	1.385,4	7.349,6	6.494,4	855,2	2.240,6
1979	2.108,2	11.461,4	8.652,0	2.808,9	4.917,1
1980	6.019,2	20.813,5	16.812,1	4.001,4	10.019,6
Média — 1975-1980	1.836,7	8.173,3	6.368,9	1.742,4	3.640,8

* Dado até novembro de 1972.

Fontes: 1969-1972: Relatórios do Banco Central (dados relativos aos oito maiores fundos).
1975-1980 (exclusive 1979): Fundos de Investimentos Fiscais, DEMEC/BACEN (amostra correspondente a 98% do patrimônio líquido de todos os fundos).
1979: Anuário da Bolsa de Valores de São Paulo (dados relativos a 44 fundos).

Outra questão relevante a respeito da importância dos Fundos Fiscais no mercado acionário, consiste em avaliar a participação desses fundos no mercado primário de ações, verificando-se em que medida os fundos têm contribuído diretamente para a capitalização das empresas. Informações nesse sentido encontram-se agrupadas no Quadro X.

QUADRO IX — Importância dos Fundos 157 no Mercado Secundário

(em Cr$ milhões)

Ano	Compras em Bolsa[a]	Vendas em Bolsa[a]	Total dos Negócios	Movimento da BVRJ + + BOVESPA[b]	Participação dos Fundos 157 no Movimento da BVRJ + + BOVESPA (%)	Coeficiente de Rotatividade
1969	75,8	75,3	148,1	2.461,0	6,02	—
1970	178,1	211,6	389,7	4.558,0	8,55	—
1971	431,1	611,9	1.043,0	25.553,0	4,08	—
1972	530,0	1.008,0	1.538,0	18.005,0	8,54	2,17
Média 1969-1972	303,7	476,7	779,7	12.644,2	6,17	
1976	3.618,7	2.414,7	6.033,4	28.061,0	21,5	1,12
1977	5.284,4	3.699,5	8.983,9	37.696,0	23,85	0,85
1978	7.349,6	6.494,4	13.844,0	52.960,0	26,14	0,83
1979	13.839,0	10.872,1	24.711,1	86.431,0	28,49	0,84
1980	20.813,5	16.812,1	37.625,6	141.176,4[b]	26,65	0,76
Média 1976-1980	10.181,0	8.058,6	17.032,9	63.652,7	26,76	

Nota: O coeficiente de rotatividade foi obtido pela relação entre o total de negócios e o patrimônio líquido médio dos Fundos Fiscais em cada período.

Fonte: a 1969-1972: Relatório do Banco Central do Brasil (informações para todos os fundos).
1976-1980: Fundos de Investimento Fiscais (informações para todos os fundos).
b 1969-1979: Boletim do Banco Central do Brasil, vol. 17, jan./1981.
1980: Anuário da Comissão Nacional das Bolsas de Valores, 1980.

QUADRO X — A Participação dos Fundos Fiscais no Mercado Primário

(em Cr$ milhões)

Anos	Subscr. dos Fundos 157 (a)	Reg. de Subscr. p/Oferta Pública (b)	Subscr. Totais (c)	Participação dos Fundos 157 (a)/(b)	Participação dos Fundos 157 (a)/(c)
1969	110,3	463,7	1.965,8	23,8	5,6
1979	162,4	408,4	2.130,6	39,8	7,6
1971	269,2	2.192,5	6.245,5	12,3	4,3
1972	55,8[1]	405,4	5.396,2	13,8	1,0
Média 1969-1972	149,4	867,5	3.933,5	17,2	3,8
1975	69,0	341,6	12.222,9	20,2	0,5
1976	514,9	1.373,0	21.180,5	37,5	2,4
1977	923,5	1.413,5	24.246,3	38,3	3,8
1978	1.385,4	9.362,7	30.309,2	14,8	4,6
1979	2.108,2[2]	15.142,9	28.198,6	13,9	7,5
1980	6.019,2	34.281,5	...	17,6	...
Média 1976-1977	719,2	1.393,2	22.713,2	37,9	3,1
1978-1980	1.746,8	19.595,7	29.253,9	15,4	6,1

Notas: [1] Dados até novembro de 1972.
[2] Dados relativos a 44 fundos, do Anuário da Bolsa de Valores de S. Paulo, 1979. Os registros de subscrições de ações por oferta pública passaram à responsabilidade da CVM a partir de 1978, que adotou um critério de registro diferente do que até então vinha sendo adotado pelo Banco Central.

Fontes: 1969-1972 e 1975: Relatórios do Banco Central, vários números (dados para uma amostra dos oito maiores fundos).
1976-1980: Fundos de Investimentos Fiscais DEMEC/BACEN (dados correspondentes ao total dos Fundos Fiscais).
IBMEC: Dados referentes as subscrições totais.

Como é possível observar, as modificações introduzidas no sentido de permitir maior flexibilidade nas aplicações dos fundos em bolsa e mesmo, o advento de novos investidores institucionais no mercado, como os fundos de pensão, as seguradoras e as agências de capitalização de empresas subsidiárias do BNDE (IBRASA, FIBASE e EMBRAMEC), não foram suficientes para provocar um declínio evidente na importância relativa dos Fundos 157 no mercado primário. Desse modo, os Fundos 157 permanecem com um papel de relevo nas subscrições de títulos de empresa no Brasil, fazendo com que incentivos do DL 157 contribuam de forma importante no processo de capitalização da empresa privada nacional.

ASPECTOS CRÍTICOS NA ATUAÇÃO DOS FUNDOS 157: BAIXA RENTABILIDADE, CONCENTRAÇÃO DE RECURSOS E DESINTERESSE DO INVESTIDOR

A atuação dos Fundos 157 no mercado de capitais tem suscitado diversas críticas de ponderáveis segmentos da sociedade. Em particular, os três tópicos acima destacados tem-se constituído nos alvos mais freqüentes dessas críticas, transformando-se nos aspectos mais vulneráveis desses incentivos. Estes aspectos serão discutidos em detalhes nesta seção, procurando-se, ao mesmo tempo, apontar as causas subjacentes a este desempenho.

A RENTABILIDADE DOS FUNDOS FISCAIS

Uma visão sobre a rentabilidade dos Fundos Fiscais, acompanhada de outros indicadores de variações de preços e rentabilidades, é fornecida pelas informações reunidas no Quadro XI. A comparação entre esses indicadores permite-nos efetuar uma avaliação das rentabilidades dos Fundos Fiscais nos últimos anos. Cabe apenas ressaltar que essa comparação fica parcialmente prejudicada pela precariedade dos dados mais antigos.

Podemos considerar inicialmente as rentabilidades nominais da amostra de fundos da Associação Nacional de Bancos de Investimento (ANBID) e o Índice de Rentabilidade da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA), mais adequado a esta comparação devido ao menor peso das companhias estatais em sua composição. Do confronto desses índices, observamos que os Fundos Fiscais apresentaram um declínio médio de -17,7% e acumulado de -47,2%, no período 1972-1974 enquanto o índice BOVESPA apresentou uma variação média de -10,9% e acumulada de -30,7% no mesmo período, inferior, portanto, ao declínio verificado no valor das quotas dos Fundos Fiscais.

Em contrapartida, o Índice da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (IBV), apresentou nos dois períodos um resultado menos favorável do que os Fundos Fiscais. Entre 1972-1974, período em que as Bolsas de Valores sofreram uma baixa prolongada, a rentabilidade dos Fundos Fiscais foi negativa, porém superior à indicada pelo IBV. A partir de 1975, na fase de recuperação das Bolsas, a ascensão apresentada pelos fundos, também foi de magnitude superior.

Vale notar que os índices BOVESPA e IBV se constituem nos parâmetros mais relevantes a serem adotados neste tipo de análise, pois refletem o comportamento do próprio mercado onde os fundos atuam. A inflação e as variações da ORTN constituem parâmetros adicionais de comparação, porém se constituem em bases de comparação menos relevantes. Neste aspecto cabe assinalar que os Fundos Fiscais foram mais rentáveis relativamente à inflação, no período em que esta se apresentou em declínio. A partir do momento em que esta tendência se reverte, os Fundos Fiscais, acompanhando a tendência geral do mercado, não se mostram capazes de acompanhar o ritmo da inflação.

Os índices apresentados nas quatro últimas colunas do Quadro XI, fornecem informações diretas sobre a variação proporcional da rentabilidade dos fundos relativamente aos demais indicadores, associando a rentabilidade dos fundos à variação de cada um dos índices discriminados. Estes índices, indicam em que proporção a rentabilidade dos fundos foi superior ou inferior ao indicador tomado como referência. Os dados assim obtidos mostram, por exemplo, que os Fundos Fiscais apresentaram rentabilidade acumulada inferior em 6,5% ao IBV no período 1971-1974, e superior em 18,5% no período 1974-1980. Com relação aos demais índices, observa-se que a rentabilidade dos fundos se manteve sistematicamente inferior, não conseguindo alcançar o seu resultado. Com a ressalva de que a análise anterior constitui apenas uma primeira aproximação ao estudo do desempenho dos fundos, pois maneiras mais apropriadas de se efetuar este estudo devem levar em consideração simultaneamente a rentabilidade e risco da carteira, podemos concluir esta análise com dois comentários básicos:

Primeiro, convém observar que as críticas sobre a rentabilidade dos fundos têm sido geralmente pouco precisas, porque tomam a inflação como referencial de análise, quando o mais adequado seria tomar os índices das Bolsas de Valores como referência. Neste caso, observamos que os fundos apresentaram um nível de rentabilidade intermediário entre os índices BV e BOVESPA. Uma análise do desempenho dos fundos não deve também negligenciar o fato dos Fundos Fiscais se encontrarem sujeitos a regras de aplicação e diversificação de carteiras que, eventualmente, limitam sua capacidade de explorar alternativas de aplicação mais rentáveis oferecidas pelo mercado.

QUADRO XI – Indicadores de Rentabilidade dos Fundos Fiscais e do Mercado de Capitais

(em %)

Anos	Rentab. Nom. dos Fundos Fiscais		Merc. de Capitais – Rentabilidade Nominais				Inflação	Variação da Rentab. dos Fundos Fiscais em Relação ao							
								IBV		IBOVESPA		ORTN		Inflação	
	ANBID(A)	VITAL(V)	IBV	IBOVESPA	IPBV	ORTN	(IGP-DI)	(A)	(V)	(A)	(V)	(A)	(V)	(A)	(V)
1969	–	97,0	276,7	171,0	–	18,5	20,1	–	(41,0)	–	(28,0)	–	66,1	–	63,9
1970	–	22,0	104,0	50,0	–	19,6	19,3	–	(28,0)	–	(20,0)	–	1,9	–	2,2
1971	–	61,0	125,0	166,7	–	22,7	19,5	–	(64,0)	–	(38,0)	–	35,9	–	39,2
Média 1969-1971	–	60,0	168,6	129,2	–	20,3	19,6	–	(44,3)	–	(28,7)	–	34,9	–	35,1
1972	(38,7)	–	(46,0)	(23,7)	–	15,3	15,7	(18,9)	–	(20,0)	–	(55,5)	–	(46,9)	–
1973	(9,1)	–	(22,0)	(10,8)	–	12,8	15,5	16,9	–	2,0	–	(19,6)	–	(21,6)	–
1974	(5,2)	–	(4,0)	1,8	–	33,3	34,5	(1,4)	–	(7,0)	–	(28,7)	–	(29,5)	–
Média 1972-1974	(17,7)	–	(24,0)	(10,9)	–	20,5	21,9	(12,4)	–	(8,3)	–	(34,6)	–	(32,4)	–
1975	16,1	–	38,7	56,3	45,0	24,2	29,4	(25,9)	–	(2,5)	–	(6,5)	–	58,9	–
1976	38,4	–	17,0	28,5	29,0	37,2	46,3	11,3	–	7,9	–	0,6	–	(45,6)	–
1977	52,3	–	27,0	24,7	38,0	30,1	38,8	30,5	–	22,1	–	17,3	–	10,0	–
1978	20,9	–	22,3	31,1	54,7	36,2	40,8	11,0	–	1,1	–	(11,8)	–	(14,2)	–
1979	20,7	–	46,0	42,0	33,1	47,2	77,2	14,6	–	7,1	–	13,9	–	(6,0)	–
1980	25,2	–	44,9	45,7	44,0	50,8	110,2	(13,8)	–	(14,2)	–	(17,2)	–	(40,5)	–
Média 1975-1980	36,6	–	32,6	38,1	40,6	37,6	57,1	4,6	–	3,6	–	(3,7)	–	(6,4)	–
Rentabilidade Acumulada no Período:															
1980/1971	225,6	–	195,7	371,3	–	1.062,9	2.375,1	10,5	–	(31,0)	–	(76,6)	–	(86,8)	–
1974/1971	(47,2)	–	(43,4)	(30,7)	–	73,4	79,8	(6,5)	–	(24,1)	–	(74,5)	–	(70,7)	–
1980/1974	516,8	–	422,3	579,8	–	570,5	1.276,6	18,2	–	(9,1)	–	(8,1)	–	(55,2)	–

Notas: IBV: Índice de Lucratividade Geral da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro; IBOVESPA: Índice de Lucratividade da Bolsa de Valores de São Paulo; IPBV: Índice de Preços Geral da Bolsa do Rio de Janeiro; Inflação: obtida pelo Índice Geral de Preços, Disponibilidade Interna.

As rentabilidades e inflação, representam variações ao final de cada período. As variações negativas são indicadas por parênteses.

Fontes: Associação Nacional de Bancos de Investimento (ANBID); Sebastião Marcos Vital. "Fundos de Investimento: Medidas de seu Desempenho", RBE, vol. 27, jul./set. 1973; Boletim do Banco Central, julho 1981.

Segundo, os dados referentes ao período 1974-1980 apresentam alguns indícios de que os fundos conseguiram obter alguma melhoria relativa em suas rentabilidades. Este fato pode ter sido conseqüência das modificações iniciadas em maio de 1974, que conferiram maior liberdade de aplicação aos fundos, sem delimitar percentuais rígidos de aplicação no mercado primário. Esta possibilidade resulta, em parte, do fato de que o comprometimento dos Fundos Fiscais com a realização compulsória e preponderante com subscrições, obriga os fundos a atenderem indiscriminadamente um grande número de empresas, pela necessidade de aplicar os recursos disponíveis. Eventualmente, muitos dos papéis em suas carteiras vão apresentar baixa liquidez em bolsa, contribuindo, provavelmente para deprimir o valor de suas cotações.

Desse modo, o comprometimento obrigatório com subscrições, pode, inclusive, prejudicar o objetivo de induzir o investidor ao mercado de ações, pois, provavelmente, ao não conhecer as verdadeiras razões que estariam contribuindo para deprimir as cotações dos fundos, teria sua desconfiança aumentada, não somente em relação aos Fundos Fiscais, como provavelmente, em relação ao mercado de ações como um todo.

Esses resultados têm gerado críticas às instituições administradoras dos Fundos Fiscais quanto à mágestão dos recursos, tendo prejudicado os cotistas em prol de seus próprios interesses, e sugerindo uma atitude por parte dos administradores de Fundos Fiscais de transgredirem freqüentemente as normas éticas na administração dos fundos. Nesse particular, verificam-se, ocasionalmente, rumores quanto a práticas lesivas aos interesses dos cotistas pelos administradores de fundos, como, por exemplo, um excessivo volume de negociações (*turn-over*) e colocação de ações encalhadas, cujo lançamento se encontrava sob a responsabilidade do banco de investimento do conglomerado financeiro, na carteira do Fundo Fiscal. A ocorrência dessas práticas não-éticas, certamente, compromete a viabilidade de incentivos dessa natureza, cuja mecânica operacional repousa na administração de recursos sociais (oriundos de isenções de impostos) por instituições de natureza privada.

Contudo, essas práticas podem ser eliminadas ou reduzidas através da adoção de mecanismos punitivos às instituições infratoras, que vão desde a imposição de multas até a eliminação do direito de administrar o fundo fiscal, e também por exigências de informações detalhadas e regulares sobre as negociações dos Fundos Fiscais, a serem prestadas periodicamente à Comissão de Valores Mobiliários.

Adicionalmente, uma outra medida importante para estimular maior eficiência na administração desses recursos seria fixar a remuneração dos Fundos Fiscais em função do desempenho do fundo, ao invés de fixá-la em função do patrimônio líquido, como na sistemática atual.[5]

CONCENTRAÇÃO

Conforme vimos, na seção anterior, as aplicações dos fundos são realizadas sob determinadas exigências legais, explicitadas na Resolução nº 470, que estipulam um percentual de 4% para a participação máxima de cada título na carteira do fundo; uma participação máxima no capital da empresa pelo Fundo Fiscal de 10%; e um número mínimo de 40 empresas em carteira do fundo. Essas exigências certamente têm contribuído para que os Fundos Fiscais favoreçam cada vez mais um maior número de empresas.

Uma investigação sobre esse aspecto requer que se estabeleça a distinção entre dois tipos de concentração que envolvem os Fundos Fiscais: a concentração no porte dos fundos e nas aplicações de recursos pelos Fundos Fiscais, já que ambos exercem importantes reflexos sobre a eficácia desses incentivos em alcançar os seus objetivos básicos.

Antes de iniciarmos a análise, vale observar que a concentração no porte dos Fundos Fiscais, resulta da concentração na captação de recursos pelos mesmos. Desse modo, podemos nos referir indiscriminadamente à concentração no porte ou na captação de recursos, que estaremos nos referindo essencialmente ao mesmo fenômeno. Esta correspondência não existe, entretanto, em relação aos fenômenos da concentração nas aplicações e no porte dos Fundos Fiscais. A existência de um tipo de concentração não implica, necessariamente, na existência de concentração em outro.

A Concentração no Porte dos Fundos Fiscais

Os dados reunidos no Quadro XII apresentam informações sobre o patrimônio líquido e número de quotistas, discriminando entre os 10 maiores e o total dos Fundos Fiscais. Esses dados indicam que a parcela do patrimônio líquido correspondente aos 10 maiores fundos é crescente, alcançando em 1980 a 76,9% do patrimônio líquido de todos os Fundos Fiscais.

---

5 O governo fixou a remuneração da instituição administradora em uma percentagem anual sobre o valor do patrimônio líquido do fundo, variando entre 1% e 4% e em ordem inversa a esse patrimônio.

Por todos os parâmetros que se considere, esse indicador sugere um grau de concentração bastante elevado. Todavia, é importante notar que este problema reflete, acima de tudo, o grau de concentração existente no sistema financeiro nacional. Seria difícil imaginar que os grandes conglomerados financeiros, com um diversificado número de instituições sob seu controle, elevado número de agências, etc., não se beneficiassem de seu potencial de ação. Desse modo, a única maneira pela qual se poderia tentar evitar um agravamento desse problema a nível dos Fundos Fiscais, seria incentivando uma atitude menos passiva dos quotistas dos fundos, que deveriam orientar suas aplicações para a instituição que oferecesse maior rentabilidade no seu patrimônio. Como isto nem sempre ocorre, certamente o problema tende a se agravar prevalecendo o poder de mercado das grandes instituições financeiras.

O maior alcance das instituições financeiras conglomeradas tende a agravar portanto o processo de concentração entre os Fundos Fiscais, e a reduzir o grau de competição entre os fundos. Esta redução na competição, por sua vez, tenderá a produzir uma ineficiente alocação nos incentivos fiscais, a menos que as maiores instituições sejam também as mais eficientes na administração desses fundos. Conforme demonstram os dados reunidos no Quadro XIII, essa última hipótese parece se confirmar, pois sugere que os maiores Fundos Fiscais não somente crescem mais rapidamente como apresentam também as rentabilidades mais elevadas.

Todavia, essas conclusões devem ser devidamente qualificadas: como o crescimento do patrimônio é uma função da captação de recursos pelos fundos e das suas rentabilidades, existe uma tendência a que o crescimento do patrimônio líquido e rentabilidade dos Fundos Fiscais variem sempre no mesmo sentido. Entretanto, esta interdependência não chega a comprometer o sentido dos resultados, posto que o montante de recursos captados pelos Fundos Fiscais certamente é a causa predominante no crescimento dos fundos. Portanto, ainda que sujeitos a tais qualificações, os dados apresentados servem como indicadores de que os fundos mais eficientes (no sentido de apresentarem maiores rentabilidades) também têm captado maiores volumes de recursos. Esses resultados descaracterizam, portanto, qualquer argumento de ineficiência neste sentido.

QUADRO XII — Concentração no Porte dos Fundos Fiscais — Patrimônio Líquido e Número de Quotista

Períodos	Patrimônio Líquido (Cr$ milhões)			Número de Quotistas (1.000)		
	10 Maiores Fundos (a)	Total do Sistema (b)	Part. dos 10 Maiores no Total (%)	10 Maiores Fundos (c)	Total do Sistema (d)	Part. dos 10 Maiores no Total (%)
31-12-77	10.624,7	14.123,2	75,3	—	—	—
31-12-78	14.953,8	19.887,3	75,2	5.057,2	6.751,4	74,9
31-12-79	29.871,8	39.123,2	76,4	5.032,8	6.825,6	73,7
31-12-80	44.957,6	58.490,8	76,9	5.228,9	7.121,6	73,4

Fonte: Fundos de Investimento Fiscais, DEMEC/BACEN.

QUADRO XIII — Crescimento e Rentabilidade dos Fundos Fiscais 157

(em %)

Fundos Fiscais	Crescimento Real do Patrimônio Líquido — 1980/1977	Rentabilidade Nominal — 1980/1977
5 Maiores[a]	3,2	166,0
10 Maiores[b]	4,2	158,2
Restantes	-2,9	157,7

Notas: [a] Correspondem a 65,8% do patrimônio líquido do sistema em dezembro de 1980 e incluem os Fundos Bradesco, Itaú, Real, Nacional e Banespa.

[b] Correspondem a 80,9% do patrimônio líquido do sistema e incluem além dos cinco fundos mencionados anteriormente, os Fundos FINASA, Comind, Bamerindus, Sul-Brasileiro e Econômico.

Fonte: Quadro A-1.

De qualquer forma, prováveis abusos de poder de mercado, que tendem a ser favorecidos por uma situação de elevada concentração, podem ser atenuados com a adoção de determinados expedientes legais pelo governo. A proibição de realizar ordens de compra pelos fundos através de corretoras vinculadas aos Fundos Fiscais ou a conglomerados que dispõem de um Fundo Fiscal, pode ser citada como um exemplo dessa possibilidade.

Concentração nas Aplicações dos Fundos Fiscais

As críticas, freqüentemente efetuadas a esse respeito, colocam restrições ao direcionamento dado às aplicações de recursos pelos fundos, que, segundo as críticas, aplicam recursos em um reduzido número de empresas, configurando uma distorção nos objetivos sociais do incentivo. Nosso propósito, no momento, é confrontar essas críticas com a apresentação de evidências sobre o problema em questão.

Uma visão preliminar do perfil das aplicações dos Fundos Fiscais pode ser obtida a partir de informações sobre a composição das carteiras dos 40 maiores Fundos Fiscais, agrupados por setores de atividades, no Quadro XIV. Os dados apresentados neste quadro discriminam apenas os títulos das empresas privadas nacionais e apresentam uma posição de estoque, que refletem as aplicações passadas dos fundos. Embora os valores aí registrados não representem necessariamente recursos recebidos diretamente pelas empresas, ainda assim, traduzem algum benefício indireto às mesmas, pelo fato de contribuírem para uma maior valorização de seus papéis no mercado secundário, permitindo que as empresas coloquem seus títulos no mercado a um custo de capital menor.

Os dados apresentados sugerem um elevado grau de concentração nas carteiras dos fundos, embora devam ser interpretados com reservas pois representam aplicações que se situam apenas entre 54% e 67% do valor da carteira dos fundos nos períodos considerados e se referem às empresas com participação igual ou superior a 1% no valor da carteira dos fundos.

Uma visão mais abrangente em relação à concentração nas aplicações dos Fundos Fiscais, pode ser obtida pela observação do valor das aplicações dos Fundos Fiscais, apresentada no Quadro XV. Apesar destas informações confirmarem o aspecto concentrado dessas aplicações, sugerem um certo declínio no grau de concentração se consideradas em perspectiva no tempo. Esta tendência à desconcentração resulta principalmente da adoção, a partir de 1978, de critérios mais rígidos de diversificação exigidos pela Resolução nº 470, nas aplicações dos Fundos Fiscais.

Embora as informações apresentadas nos quadros anteriores revelem um elevado índice de concentração, não são suficientes para servir de base às críticas aos Fundos Fiscais 157. O grau de concentração é um conceito relativo, tornando necessário estabelecer comparações com outras informações semelhantes, que permitam aferir se o grau de concentração observado é elevado ou não. No caso presente, uma das informações disponíveis que permitem estabelecer esta comparação, se refere à situação do próprio mercado dos títulos das companhias privadas nacionais de capital aberto, que constitui a base de atuação dos Fundos Fiscais, e define as características que vão condicionar a atuação dos fundos. Em outras palavras, se o grau de concentração existente no próprio mercado for elevado, dificilmente se deveria esperar que as aplicações dos Fundos Fiscais fossem significativamente diferentes, a despeito da regulamentação sobre a diversificação nas aplicações dos fundos. Um referencial de análise é dado pelo perfil do mercado em 1980 das companhias privadas nacionais não-financeiras de capital aberto, apresentado no Quadro XVI.

Esses dados indicam que o valor de mercado das 5 maiores empresas não-financeiras privadas nacionais corresponde a 22,9% do valor de mercado do total das empresas desta categoria, registradas no mercado de valores mobiliários; as 10 maiores companhias, por sua vez, correspondem a 40,0% desse mesmo total; as 15 maiores, 53,7%; se contrapormos a esses dados aqueles relativos as empresas nas carteiras dos Fundos Fiscais (Quadro XV) observamos uma situação menos concentrada neste último caso: as 5 maiores empresas em carteira dos Fundos Fiscais responderam por 14,28% do valor total da carteira em 1980; as 10 maiores, por 23,98%; e as 15 maiores, por 32,17%.

Esse confronto de dados nos permite concluir que a carteira dos Fundos Fiscais se apresenta menos concentrada que o próprio mercado de valores das companhias privadas nacionais. Desse modo, as críticas aos fundos, sob esse prisma, ainda que possam conter algum fundamento, se baseiam em uma visão parcial do problema e negligenciam as características do mercado onde os fundos atuam. O fato das carteiras desses fundos apresentarem uma concentração menor do que o mercado de valores mobiliários das companhias abertas privadas nacionais não-financeiras, certamente reflete as exigências de diversificação impostas aos fundos, que os dirigem ao encontro de sua função social de ampliar horizontalmente o mercado. Vale lembrar, porém, que este aspecto positivo, exerce, provavelmente, efeito desfavorável sobre os fundos no sentido de reduzir suas rentabilidades e, por conseguinte, o patrimônio dos quotistas.

QUADRO XIV – Composição Setorial das Carteiras dos 40 Maiores Fundos Fiscais, em Títulos de Companhias Abertas Privadas Nacionais com Participação Igual ou Superior a 1%

(Em Cr$ milhões)

Setores	Carteira em 30.06.1978			Setores	Carteira em 31.12.1979			Setores	Carteira em 21.12.1980		
	Nº de Empresas	Valor	%		Nº de Empresas	Valor	%		Nº de Empresas	Valor	%
Comércio	4	2.031,4	20,92	Têxtil	5	3.660,1	16,80	Têxtil	5	5.961,5	21,35
Têxtil	3	1.175,7	12,11	Prod. Alim. Beb. Fumo	6	3.074,8	14,11	Siderurgia	4	3.352,9	12,01
Siderurgia	3	961,5	9,90	Comércio	3	2.550,6	11,71	Prod. Alim. Beb. Fumo	4	2.740,4	5,81
Prod. Alim. Beb. Fumo	3	917,8	9,45	Mecânica	3	1.752,8	8,04	Comércio	3	2.344,4	8,39
Mat. de Transporte	3	891,1	9,18	Siderurgia	4	1.669,3	7,66	Mad. Pap. Gráf. Móv.	2	2.291,6	8,21
5 setores mais beneficiados	16	5.976,4	61,56		21	12.707,6	58,32		18	16.690,8	59,77
Mecânica	4	791,8	8,15	Mat. de Transporte	3	1.407,8	6,46	Química	3	1.993,9	7,14
Cimento	2	415,1	4,27	Metalurgia	3	1.137,5	5,22	Metalurgia	3	1.617,3	5,79
Inds. Diversas	1	402,5	4,14	Mat. Elétrico	3	1.029,7	4,75	Serv. Adm. e Particip.	2	1.517,8	5,43
Metalurgia	3	401,8	4,14	Química	4	1.008,3	4,63	Mecânica	2	1.148,4	4,11
Química	2	371,4	3,83	Petróleo e Gás	1	902,3	4,14	Inds. Diversas	1	1.035,2	3,71
10 setores mais beneficiados	28	8.359,0	86,09		35	18.193,2	83,50		29	24.003,4	85,95
Serv. Adm. e Particip.	1	246,0	2,53	Mad. Pap. Gráf. Móv.	1	780,2	3,58	Mat. Elétrico	1	814,2	2,92
Mad. Pap. Gráf. Móv.	1	221,3	2,28	Inds. Diversas	1	621,7	2,58	Mat. de Transporte	1	760,7	2,78
Mat. Elétrico	1	214,0	2,20	Outr. Prod. Min. N. Met.	1	591,1	2,71	Cimento	1	704,5	2,52
Petróleo	1	164,4	1,69	Serv. Adm. e Particip.	1	536,6	2,46	Petróleo e Gás	1	672,0	2,41
Outr. Prod. Min. N. Met.	1	109,9	1,13	Transporte	1	523,1	2,44	Transporte	1	514,5	1,84
15 setores mais beneficiados	33	9.314,6	95,92		40	21.255,9	97,27		34	27.469,3	98,36
Constr. e Imob.	1	90,3	0,93	Cimento	1	287,5	1,32	Outr. Prod. Min. N. Met.	1	511,9	1,83
Outros Setores	1	303,8	3,13	Outros Setores	1	246,0	1,13	Outros Setores	–	–	–
Total	35	9.709,9[a]	100,0	Total	42	21.789,4[b]	100,0	Total	35	27.981,2[c]	100,0

Notas: [a] Corresponde a 67,5% do valor da carteira dos 40 maiores Fundos Fiscais.

[b] Corresponde a 64,0% do valor da carteira dos 40 maiores Fundos Fiscais.

[c] Corresponde a 54,1% do valor da carteira dos Fundos Fiscais.

Fontes: Fundos de Investimento Fiscais, DEMEC/BACEN.
IBMEC – Arquivo de Empresas.

QUADRO XV – Concentração das Aplicações dos Fundos Fiscais em Ordem Decrescente do Valor da Aplicação

(em Cr$ milhões)

Concentração	Períodos					
	31.06.78		31.12.79		31.12.80	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Em 5 empresas	3.341,5	19,72	5.263,0	14,71	7.745,7	14,28
Em 10 empresas	5.673,2	33,49	9.261,9	25,92	13.003,7	23,98
Em 15 empresas	7.310,9	43,15	12.463,8	34,88	17.442,4	32,17
Em 20 empresas	8.597,4	50,75	15.104,2	42,27	21.092,7	38,90
Em 30 empresas	10.662,1	62,93	19.313,9	54,06	27.364,4	50,47
Em 40 empresas	11.883,9	70,15	22.362,1	62,59	32.065,3	59,14

Fonte: Fundos Fiscais de Investimento, DEMEC/BACEN.

QUADRO XVI – Concentração do Valor de Mercado das Companhias Privadas Não-Financeiras – 1980

Número de Empresas		Valor do Mercado	
	em %	Cr$ bilhões	em %
5 maiores empresas	10	24,9	22,9
10 maiores empresas	20	43,5	40,0
15 maiores empresas	30	58,4	53,7
Todas empresas (51)	100	108,7	100,0

Fonte: CVM, Valor de Mercado de Capital das Companhias Abertas Brasileiras, Revista Brasileira de Mercado de Capitais, vol. 7, n. 19, jan./abr. 1981.

DESINTERESSE DOS INVESTIDORES

O papel que os investidores-quotistas desempenham no programa de incentivos do DL 157, é fundamental ao bom funcionamento deste programa. Conforme mencionamos anteriormente, um terceiro objetivo atribuído ao programa, consiste na atração do investidor ao mercado de ações. Este objetivo vai de encontro ao propósito mais amplo de desenvolver um vigoroso mercado de títulos de empresas, que apresente características eficientes de funcionamento.[6]

Desse modo, a participação de um grande número de investidores no mercado, multiplicando os pólos de decisão, supostamente tornaria o mercado menos vulnerável ao poder dos grandes investidores. Daí a importância conferida ao propósito de educar os investidores ao mercado de capitais, atribuído aos Fundos 157. Para que este meta seja devidamente cumprida, entretanto, é importante que o investidor tenha seu interesse pelas suas aplicações despertado e oriente suas aplicações no sentido de aumentar seu patrimônio em poder dos fundos procurando aplicar seus incentivos nos fundos que lhe ofereçam maior rentabilidade.

Nesse aspecto, os resultados obtidos pelos incentivos têm sido realmente desestimulantes. Conforme apurado em algumas pesquisas de opinião, o investidor demonstra um elevado desconhecimento e desinteresse pelas aplicações, deixando de resgatar suas quotas disponíveis ou de utilizar os incentivos que se colocam à sua disposição. Resta assinalar que diante destas evidências, um dos mais importantes objetivos do programa vê-se assim prejudicado.

Sem dúvida, o objetivo de desenvolvimento do mercado de capitais, que veio se transformando com o passar do tempo em um dos motivos básicos da existência desse incentivo, será tanto melhor atendido quanto mais bem sucedido for em conseguir despertar as motivações dos investidores para aplicar suas poupanças no mercado. Sabemos, entretanto, que as dificuldades associadas a este objetivo são enormes, sobretudo, pelo fato deste propósito implicar na alteração de hábitos arraigados do investidor, adquiridos a partir de uma prolongada convivência com a inflação, de alguma desconfiança com relação ao mercado de ações e títulos financeiros em geral, até mesmo, devido a fatores culturais. Sabe-se que a perenização da inflação cria atitudes e hábitos nos investidores favoráveis às aplicações de prazos reduzidos, que ofereçam alguma proteção contra a inflação, ou que ofereçam maiores garnatias de preservação do seu patrimônio.

Os esforços empreendidos no sentido de modificar esses hábitos, dentre os quais os incentivos do DL 157 constitui o melhor exemplo, têm sido parcialmente frustrados pelas razões apontadas anteriormente. No que se refere especificamente aos incentivos do DL 157, medidas visando aumentar sua eficácia têm sido freqüentemente adotadas. Como exemplo, pode-se mencionar as exigências no sentido de ampliar as informações prestadas pelos Fundos 157 aos seus quotistas, com a Resolução nº 470, de 24 de abril de 1978. Por

[6] As condições básicas para (CVM) a existência de um mercado eficiente, segundo a agência reguladora do mercado, consistem na ampla divulgação de informações, inexistência de concentração ou poder de mercado e proteção ao investidor individual. (CVM, "Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários", 1979).

esta resolução, foi exigido às instituições administradoras de Fundos Fiscais, diversas iniciativas de comunicação com os seus quotistas dentre as quais destacamos as seguintes:

"As instituições administradoras de Fundos Fiscais de Investimento, semestralmente e com base nas posições de 30 de junho e 31 de dezembro, deverão prestar a cada quotista, no mínimo, as seguintes informações:

a) número de quotas possuídas e seu valor;

b) rentabilidade auferida e seu valor;

c) número de quotas livres para resgate e

d) a data mais próxima de liberação de quotas, para efeito de resgate.

"Anualmente, as instituições administradoras de Fundos Fiscais de Investimento deverão enviar relatórios a todos os quotistas, contendo, no mínimo, os seguintes dados:

a) informações sobre a carteira de valores mobiliários, discriminando nomes das companhias emissoras, quantidade, espécie e cotação dos valores de cada companhia, valor de cada aplicação e sua percentagem sobre o valor total da carteira;

b) rentabilidade do Fundo nos últimos seis anos, tomados como base, sempre, exercícios completos;

c) valor da quota, por ocasião dos balanços nos últimos seis anos;

d) rendimento distribuído a cada quotista em dinheiro ou em 'quotas-dividendos', expresso em percentagem sobre o valor da quota no início do exercício:

e) taxa anual de administração, expressa em percentual sobre o patrimônio líquido médio do Fundo, no exercício e

f) montante dos encargos e despesas debitado ao Fundo no semestre anterior (excluídas apenas as despesas de administração de que trata a alínea anterior), expresso em percentual sobre o patrimônio líquido médio do Fundo no mesmo período."

Essas e outras exigências, regulamentando textos publicitários e a distribuição de dividendos, são também explicitadas na Resolução nº 470. Infelizmente nem mesmo todas essas exigências têm sido suficientes para melhorar a receptividade dos Fundos 157 entre os contribuintes, conforme demonstram os resultados obtidos em pesquisa de campo posterior à Resolução nº 470, promovida pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais.[7] Segundo conclusões desta pesquisa, os investidores orientam suas aplicações para o banco no qual possuem conta, apresentam um elevado desconhecimento das características do Sistema 157 e demonstram um baixo envolvimento com o Sistema, revelado pelo baixo grau de utilização do direito de resgate.

Estes resultados devem ser interpretados com alguma reserva, pelo fato de terem sido apurados em um período muito próximo à data de implementação da Resolução nº 470, não permitindo a maturação plena de seus efeitos. Entretanto, como a situação posterior não aparenta ser substancialmente diferente, podemos interpretar estes resultados como significando o insucesso de uma das mais importantes metas desses incentivos. Contudo, ainda existem possibilidades de se introduzir diversos aperfeiçoamentos nesse mecanismo, que certamente deverão produzir melhores resultados nesse sentido. Uma dessas alternativas consiste na sugestão de se exigir um certo montante de contrapartida em recursos próprios, para que o contribuinte possa ter direito a usufruir deste incentivo. Uma discussão mais detalhada desta e outras propostas de modificação dos Fundos 157 será efetuada na última seção deste trabalho, acompanhada das conclusões finais em relação à forma de organização mais adequada para estes incentivos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O processo de questionamento e crítica aos incentivos do DL 157 resulta de uma insatisfação de ponderáveis segmentos da sociedade com os resultados apresentados por estes incentivos até o presente momento. Em função disto, algumas propostas têm sugerido o redirecionamento desses recursos para diversos outros fins, como por exemplo, a concessão de créditos às pequenas e médias empresas. Quanto a esta proposta específica, devemos considerar que esta categoria de empresas já se encontra beneficiada com parcela importante de recursos que lhes são transferidos pelos bancos estaduais de desenvolvimento, pelo Banco do Brasil e bancos comerciais (estes últimos através da Resolução nº 695 do Banco Central), além de outros recursos da Caixa Econômica Federal. Sem dúvida, o papel que as pequenas e médias empresas desempenham na economia do país é de fundamental importância. Entretanto, cabe observar que empresas maiores, com vocação para abrir seu capital, também apresentam vantagens econô-

[7] J. L. Melo, "O sistema 157 depois da Resolução nº 470: Um estudo empírico de seus efeitos sobre os aplicadores", Revista Brasileira de Mercado de Capitais, vol. 5, n. 14 — maio/agosto, 1979.

micas e sociais, pelo potencial de dinamismo e escala que podem oferecer. Por outro lado, um maior crescimento do número de empresas aptas a captar recursos no mercado acionário, certamente contribuiria para deixar disponível uma maior parcela de crédito para as pequenas e médias empresas.

Além disso, a opção pelo financiamento através do capital de empréstimo e não pelo capital de risco, representam opção por maneiras muito convencionais de financiamento das empresas. A ênfase nesta modalidade de mobilização de recursos pode acarretar alguns problemas na estrutura financeira das empresas, que se habituam a manter um alto coeficiente de endividamento, acentuando sua vulnerabilidade em períodos de crise econômica. Esta, aliás, tem sido uma preocupação do governo, ao criar mecanismos de promoção da capitalização das empresas que operam com o capital acionário, ao invés de concederem empréstimos (como é o caso da criação da IBRASA, EMBRAMEC e FIBASE subsidiárias do BNDE).

Outras propostas sugerem a extinção gradual ou imediata dos incentivos fiscais do DL 157, argumentando que os fundos falharam em todos os seus objetivos, inclusive o de capitalizar a pequena e média empresa. Embora efetivamente os resultados obtidos não tenham sido os melhores possíveis é importante reconhecer, entretanto, que parcela deste fracasso resulta do fato desses objetivos serem conflitantes entre si, com o atendimento de um dos objetivos prejudicando o atendimento dos outros. Este fato se torna evidente, por exemplo, na ocasião em que se atribuía aos fundos a tarefa de capitalizar as pequenas e médias empresas, já que foi extremamente prejudicial a sua capacidade de oferecer uma adequada rentabilidade aos investidores.

Pelas evidências apresentadas nas seções anteriores, constatamos o importante papel que os Fundos Fiscais desempenham no mercado de ações e alguma melhoria em suas rentabilidades, resultantes das modificações que conferiram maior flexibilidade em suas aplicações. Estes resultados mais favoráveis não eliminam, entretanto, a necessidade de se promover reformulações apropriadas nos Fundos 157, de modo a cumprirem mais adequadamente o objetivo de estimular a participação do investidor individual no mercado acionário.

Nesse sentido, as principais instituições do mercado de valores mobiliários, preocupadas em dotar os Fundos 157 de maior eficiência em sua atuação, apresentaram diversas sugestões, que visam dentre outros objetivos, conferir um caráter voluntário na captação de recursos pelos Fundos Fiscais e promover uma maior competitividade na captação e administração desses incentivos.

A transformação dos incentivos do DL 157 em aplicações voluntárias, dar-se-ia mediante exigência de contrapartida em recursos próprios do contribuinte, sem o que este perderia o direito a usufruir do incentivo. A promoção de uma maior eficiência na administração dos Fundos Fiscais seria obtida mediante diversas medidas complementares, dentre as quais, poderíamos mencionar: conferir ao contribuinte o direito de opção de escolha na aplicação do seu incentivo entre Fundos Fiscais, Fundos Mútuos ou carteira própria de ações, permitindo-lhe inclusive transferir suas aplicações entre os Fundos Fiscais; melhorar o nível de informação do investidor, que passaria a receber trimestralmente informações completas sobre suas aplicações; limitar a publicidade dos Fundos Fiscais; e, por fim, permitir ao contribuinte negociar o seu incentivo no mercado através da realização de leilões com as quotas dos Fundos 157.

O problema com os Fundos 157, ainda efetivamente não solucionado, consiste no desinteresse do investidor em relação às suas aplicações. Por esta razão, é fundamental que esses incentivos venham a ser reformulados no sentido de adquirirem um caráter voluntário, de acordo com a opção do contribuinte.

Coerente com as intenções manifestadas de eliminação dos subsídios, o governo decretou, em outubro de 1981, uma redução em 40% nas deduções do imposto de renda das pessoas físicas para fins de aplicação nos Fundos 157 em 1982, ano-base 1981, conforme vimos anteriormente. Essas medidas prevêem um fluxo de recursos a serem transferidos para os Fundos Fiscais na ordem de Cr$ 25 bilhões, o que representa uma substancial redução nos recursos a serem canalizados para as empresas nacionais privadas e para o mercado de ações.

Neste caso, importa menos o montante de recursos que o mercado de ações perdeu, do que o fato de não ter sido incorporado nenhum dos novos mecanismos de aperfeiçoamento sugeridos para os incentivos do DL 157. Portanto, os fundos continuarão a funcionar com a mesma sistemática antiga, que, conforme vimos, apresenta alguns problemas importantes. Esta medida veio frustrar uma expectativa de reforma dos Fundos 157, que se criou com os debates ocorridos no ano de 1980 e, em parte, alimentada pelo próprio governo, que deixou antever a possibilidade de vir a adotar o mecanismo da contrapartida, quando instituiu o DL nº 1.841 em dezembro de 1980. Resta, portanto, esperar que as próximas medidas a serem adotadas, incorporem os necessários aperfeiçoamentos, para que tenhamos esses incentivos atuando no mercado por mais algum tempo, porém organizados de forma mais adequada e eficiente possível.

QUADRO A-I — Relação dos Fundos Fiscais Existentes em 31/12/1980 — Patrimônio Líquido e Rentabilidades

Denominação	Administrador	Patrimônio Líquido		Rentabilidade Nominal das Quotas (%)										
		Valor em 31/12/80 Cr$ Milhões	Crescimento Real 1980/1977	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1980/1977 Acumulada
Bradesco	BI	13.897,6	8,75	65,3	-30,1	-0,3	5,0	21,4	34,6	54,5	26,7	78,6	31,2	165,00
Itaú	BI	8.955,3	-3,49	69,2	-38,1	-6,6	2,4	28,4	44,1	56,2	26,0	64,9	29,4	180,74
Unibanco	BI	5.509,6	...	...	...	...	...	...	39,0	46,9	28,2	66,7	35,2	...
Real	BI	5.322,9	9,85	88,7	-41,9	-10,2	1,9	26,1	34,0	45,6	26,5	71,8	26,2	159,36
Nacional	BI	2.861,5	-1,69	60,9	-32,5	0,8	3,4	31,7	27,8	41,3	23,8	72,8	31,4	165,38
Banespa	CD	2.399,5	-13,15	...	...	...	...	...	...	89,2	42,8	37,0	18,8	132,44
Bamerindus	BI	1.725,1	10,17	87,9	-44,9	-7,5	1,4	31,3	23,4	42,6	26,6	66,4	8,6	122,54
Finasa	BI	1.603,9	-27,91	107,9	-35,9	8,1	7,3	35,2	40,9	46,9	16,8	54,5	31,1	126,91
Comind	BI	1.508,6	-18,77	91,9	-37,5	-13,2	-0,4	19,9	43,8	52,1	-3,5	63,6	46,3	118,62
Sul-brasileiro	BI	1.173,6	52,46	...	...	-7,0	-2,0	29,0	27,2	49,1	16,9	76,0	27,4	150,68
Econômico	BI	1.103,4	25,75	...	...	22,5	-11,0	22,0	9,1	61,1	30,8	42,4	7,7	97,24
Lar Brasileiro	BI	912,0	6,01	—	—	-4,8	-13,8	35,1	43,8	48,1	43,0	51,8	15,7	145,45
Mercantil do Brasil	BI	772,7	-0,38	nd	nd	-6,6	-10,1	36,6	31,4	39,1	18,0	73,8	8,1	115,34
Denasa	BI	766,8	15,37	nd	nd	-6,9	-1,7	15,4	41,9	59,2	40,5	66,2	27,3	189,28
América do Sul	BI	714,1	-6,28	82,0	-40,2	6,3	-5,1	32,4	37,8	57,3	33,0	72,8	27,0	183,45
Brascan	BI	667,7	144,89	...	...	17,0	4,0	47,0	49,5	65,1	33,6	57,3	43,0	...
BCN	BI	646,5	-11,13	99,2	-49,2	-11,7	2,6	16,7	20,6	66,8	25,0	50,4	14,7	110,42
Banrisul	CO	551,1	...	...	...	...	...	...	...	67,4	23,9	62,5	36,1	...
Banorte	BI	525,4	-10,52	nd	-41,9	-7,6	-4,7	41,4	12,9	42,1	24,4	54,5	14,4	11,53
Boavista	BI	511,0	...	...	...	3,0	7,0	29,0	22,4	42,6	26,6	49,9	28,2	...
Cofimig	CO	502,6	-30,45	...	...	...	...	...	...	33,6	29,9	50,8	12,5	129,41
Banerj	BI	487,9	...	...	...	...	...	...	24,6	50,3	25,0	52,2	11,2	...
Noroeste	BI	468,5	-34,58	—	—	—	-28,4	33,3	31,1	60,9	14,9	66,9	8,4	103,68
Bozano Simonsen	BI	454,2	-10,68	63,6	-38,0	-4,7	-6,6	36,6	39,7	74,1	49,0	34,3	21,5	137,81
Credibanco	BI	453,0	-9,47	—	-34,7	-17,9	-11,1	7,0	23,9	54,1	22,8	58,5	11,2	110,02
London Multiplic	BI	383,4	...	—	—	—	—	—	16,5	46,7	29,0	91,2	32,4	...
Crefisul	BI	375,7	-13,72	nd	-40,7	-0,6	-8,1	22,8	30,9	46,2	30,1	62,4	43,3	198,75

Cont. . . .

Conclusão

Denominação	Administrador	Patrimônio Líquido: Valor em 31/12/80 Cr$ Milhões	Patrimônio Líquido: Crescimento Real 1980/1977	Rentabilidade Nominal das Quotas (%): 1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1980/1977 Acumulada
Iochoe	BI	359,9	-0,54	64,5	-58,9	-21,7	-12,4	15,2	12,2	39,1	7,8	72,5	39,7	155,56
Bandeirantes	BI	334,3	2,92	nd	-35,3	-8,5	-2,8	20,2	24,6	32,0	15,5	55,9	27,7	117,04
Safra	BI	283,8	-7,50	81,0	-38,6	-9,9	-11,0	29,2	31,6	60,4	23,2	66,7	31,3	161,30
Auxiliar	BI	248,1	-26,60	—	-32,3	-8,7	-34,8	11,0	38,8	43,1	6,7	39,4	-0,7	45,45
Maisonnave	BI	234,9	64,12	123,8	-44,8	1,8	1,6	7,6	21,5	55,6	39,0	57,6	40,6	197,29
Boston Sodril[1]	FI	227,2	-52,00	...	...	-9,0	0,0	31,0	47,0	56,0	26,6	90,2	38,0	209,73
BMG	CO	204,9	-45,05	...	...	-11,0	7,0	24,0	27,0	60,4	15,8	47,9	15,6	98,00
Minas	CO	193,7	67,26	...	...	2,0	2,0	5,0	10,0	35,8	15,5	51,2	21,4	111,82
Banestado	CO	180,1	-32,24	...	...	...	...	...	...	46,2	-3,5	59,1	8,6	66,67
BESC	CO	177,3	-28,75	...	...	...	...	...	...	51,7	38,0	63,3	18,7	167,47
Residência	BI	145,5	-0,5	—	—	—	—	38,5	33,3	70,3	25,8	60,7	5,0	132,72
Aymoré	BI	114,6	-29,24	25,8	-35,5	-15,5	-8,7	16,9	34,6	48,4	15,6	39,4	23,0	76,62
Bahia	BI	96,8	-51,02	...	...	-1,0	-1,0	25,0	33,7	56,5	23,8	76,8	24,6	165,26
Geral do Comércio	CO	89,4	...	...	...	...	...	...	...	51,5	33,6	60,3	36,6	...
Delapieve	CO	76,2	27,41	...	...	0,0	2,0	18,0	39,0	49,3	27,0	69,9	36,9	195,22
Haspa	CO	69,4	-27,81	...	...	-19,0	-34,0	37,0	36,0	41,7	3,5	29,6	-28,1	-0,04
Finey	CO	65,3	-34,96	...	...	-8,0	-4,0	22,0	24,0	64,8	40,8	46,8	-13,1	79,62
Bradesco Sul	BI	37,8	-16,46	—	—	—	—	—	nd	42,7	92,5	56,3	49,4	313,41
Seguridade	CO	36,0	266,32	—	—	—	—	—	nd	nd	nd	nd	nd	125,00
Merkinvest	CO	35,2	-22,96	...	...	13,0	-34,0	16,0	12,0	37,6	15,4	70,6	25,1	146,26
Multinvest	BI	25,8	-38,27	—	45,7	-8,2	-4,2	28,6	18,0	37,6	11,7	66,4	46,5	166,67
Total		50.845,3	0,787											154,71
Índices														
IBV				125,0	-46,0	-22,0	-4,0	38,7	17,0	27,0	22,3	46,0	44,9	264,0
IBOVESPA				166,7	-23,7	-10,8	1,8	56,3	28,5	24,7	31,1	42,0	45,70	160,3
IPBV				—	—	—	-3,8	45,0	29,0	38,0	34,7	33,1	44,5	153,4
Inflação				20,4	17,0	15,1	28,7	27,7	41,3	42,7	38,7	53,9	100,2	242,6

Nota: [1] Em transferência de administrador.

Convenção: CO: Corretora; BI: Banco de Investimento; FI: Financeira

Fontes: 1971-1976: ANBID e Secretaria da Receita Federal
1977-1980: Fundos de Investimento Fiscais, DEMEC/BACEN
Índices: Boletim do Banco Central, vol. 17, Janeiro 1981.

QUADRO A-II — Estimativa dos Subsídios Fiscais e Creditícios, PIB e Receita Tributária

(em Cr$ bilhões)

Anos	Subsídios e Incentivos					Incentivos do DL 157			
	Creditícios	Fiscais	Total	Receita Tributária	PIB	Valor	Participação nos Subsídios Totais (%)	Proporção da Rec. Tribut. (%)	Proporção do PIB (%)
1973	0,8	13,2	14,0	46,9	498,0	...	...	...	...
1974	4,3	24,9	29,2	69,5	719,5	...	...	...	...
1975	11,0	35,2	46,2	88,7	1.009,4	1,1	2,4	1,2	0,11
1976	24,0	46,5	70,5	149,1	1.560,3	2,0	2,8	1,3	0,12
1977	44,3	79,2	123,5	211,0	2.321,9	3,3	2,7	1,6	0,14
1978	49,4	123,1	172,9	309,6	3.492,6	3,2	1,8	1,0	0,09
1979	156,8	175,6	332,4	445,1	5.782,1	6,9	2,1	1,6	0,12
1980	479,9	255,9	735,8	957,8	12.513,5	12,5	1,7	1,3	0,10
1981	700,4	344,0	1.044,4	1.915,6	—	—	—	—	—

Fontes: LANGONI, C.G. — "Bases Institucionais da Economia Brasileira", Jornal do Brasil, 09/08/81.
Conjuntura Econômica, dezembro 1980.
Fundos de Investimento Fiscais, DEMEC/BACEN.

O trabalho prossegue examinando algumas evidências dos efeitos da regulação sobre o mercado acionário brasileiro. A partir de um estudo de séries de taxas de variação de índices de mercado, testamos a hipótese de que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) vem tendo uma atuação eficaz, refletida numa redução de níveis de risco total.

As conclusões são derivadas dos resultados do teste empírico *vis-à-vis* a proposta do órgão regulador, ou seja, a redução de níveis de risco. Finalmente, serão apresentadas algumas evidências de que os índices de mercado atualmente disponíveis não contêm a mesma informação, ou, em outras palavras, não são substitutos perfeitos.

EFICIÊNCIA DE MERCADO E REGULAÇÃO

Um dos aspectos que caracteriza as economias modernas, segundo Goldsmith [15], é a presença de uma superestrutura de instrumentos financeiros coexistindo, e em permanente contato, com a infra-estrutura de riqueza nacional, ou infra-estrutura real, ou ainda, mais simplesmente, os ativos físicos da economia. Esta superestrutura financeira difere entre as nações quanto à presença, natureza e tamanho relativo dos instrumentos financeiros.

A evidência atual, com a importante exceção das economias centralmente planejadas, não permite rejeitar a hipótese de que os diferentes países têm percorrido praticamente um só caminho no desenvolvimento financeiro, com as variações mais significativas residindo na extensão na qual o governo, em seus diferentes níveis, participa da propriedade e administração de certas instituições financeiras.

Muitos concordariam que torna-se especialmente relevante procurar aplainar o caminho para um desenvolvimento financeiro vigoroso, com destaque para um mercado de capitais o mais eficiente possível, proporcionando alternativas de capitalização para as empresas a custos compatíveis, o que facilitaria o investimento e, em última análise, o desenvolvimento econômico.

A principal função, portanto, dos mercados de capitais é servir para a formação de capital. De acordo com Häuser [17], essa função básica pode ser realizada através da transformação de serviços específicos do mercado, em diferentes aspectos e formas, tais como:

a) conversão de ativos líquidos em investimentos fixos;

b) transformação de prazos;

c) transformação de magnitudes de capital e

d) transformação de riscos.

Entretanto, parece ser necessário haver, no curso do desenvolvimento financeiro de um país, algumas condições que possibilitem o desenvolvimento do mercado de capitais. Essas condições seriam: a própria organização da sociedade, com a existência de um mínimo de liberdade de mercado; as condições legais; a estabilidade política; a atividade econômica e a inflação em particular; e, finalmente, uma estrutura institucional adequada.

Mercados de capitais eficientes, portanto, parecem estar intimamente ligados com o objetivo de desenvolvimento financeiro. Os três planos, ou dimensões, em que se desenvolve a hipótese de mercados eficientes, foram resumidos por Brito [7] em:

a) eficiência informacional, ou seja, capacidade maior ou menor do mercado de refletir informações nos preços correntes dos títulos;

b) eficiência alocacional, isto é, o grau em que, induzida pelo mercado, a alocação de recursos escassos a oportunidades de investimentos se aproxima do ótimo e

c) eficiência operacional, ou seja, a capacidade de minimizar os custos de transação.

A regulação em mercados de capitais tem como objetivos primordiais a promoção da eficiência alocacional e a redução do nível de risco social carregado pelo conjunto de investidores. Em face desses objetivos de amplo alcance social que, em última análise, se refletem no processo de desenvolvimento econômico, parece ser relevante a interferência do governo na regulação do processo de geração do fluxo de informações que chega ao mercado.

Os benefícios da regulação residem, basicamente, segundo Friend [9], no aumento da eficiência alocacional, através do desenvolvimento de títulos que melhor atendam à demanda dos poupadores e que possam ser utilizados adequadamente pelos investidores ou captadores de recursos. Esse desenvolvimento tem como conseqüência um incremento na poupança agregada, com reflexos positivos sobre o nível de investimento e o nível das taxas de juros. Por outro lado, esses benefícios da criação e desenvolvimento de novos títulos só serão obtidos se os mesmos forem cotados corretamente pelos analistas financeiros, o que demonstra a relevância da eficiência informacional para a existência de eficiência alocacional.

Contudo, diferentes autores, Friend [9], Mendelson [22] e Brito [5], identificam os custos das medidas de regulação como, por exemplo, os custos para as empresas da divulgação de informações adicionais, a percepção do mercado quanto às restrições, à atividade de livre negociação e recursos consumidos no esforço de antecipação de informações.

Embora interessante, uma ampla análise custo/benefício de medidas de regulação está além do escopo deste trabalho. Outras pesquisas poderiam voltar-se para a tarefa de identificar ou comprovar a existência desses benefícios e custos no mercado brasileiro.

EVIDÊNCIAS DOS EFEITOS DA REGULAÇÃO NO MERCADO NORTE-AMERICANO

Um grande número de evidências tem sido levantado nos Estados Unidos nas últimas décadas, na tentativa de responder à questão básica: a regulação é relevante?

Estas pesquisas, embora bastante diversificadas em seu escopo e metodologia, poderiam ser englobadas, **grosso modo**, em três grupos principais.

No primeiro grupo encontram-se aqueles trabalhos, tais como os de Fama [8], Martin [20], May [21] e Gonedes [16], que se preocupam com o tipo de informação a ser regulada, baseados nos princípios teóricos de eficiência informacional do mercado de capitais. A argumentação básica é a de que se uma determinada informação atinge o mercado de forma neutra, ou seja, alcança igualmente diferentes conjuntos de investidores sem conter potencial para redistribuição de riqueza, e se essa mesma informação é refletida prontamente e de forma não-tendenciosa nos preços dos títulos, então não haveria motivos para regulá-la.

Um segundo grupo de estudos tem como objeto o efeito da regulação sobre o preço das ações. Como exemplos, temos as pesquisas de Friend e Herman [11 e 12] e Friend e outros [14]. Em termos teóricos, a percepção, pelo conjunto de investidores, de um nível de risco social adicional desnecessário leva-os a exigir maiores retornos, o que, em conseqüência, ocasiona freqüentemente uma depressão do nível de preços dos títulos. Portanto, a investigação volta-se para a estrutura de preços como uma medida indireta de eficiência alocacional.

O terceiro grupo analisa diretamente o risco do mercado e busca obter evidências do impacto da regulação sobre o nível de risco. Nesse grupo, poderiam ser incluídas as pesquisas de Friend e Longstreet [13], Friend [10], Officer [24], Jaffe [18], Blume [1] e Blume e Friend [2]. Dado que um dos objetivos básicos da regulação é a redução do nível de risco social carregado pelo conjunto de investidores, acredita-se que exista uma relação de causa e efeito entre a regulação eficaz e a redução do nível de risco.

É necessário observar, entretanto, que as fronteiras entre os grupos apresentados anteriormente não são definidas de forma clara. Além disso, muitas pesquisas preocupam-se com o efeito de determinadas medidas específicas de regulação, como a fixação de margem, restrições a atividades de *insiders* e várias outras.

A maior parte das evidências disponíveis sugere que, pelo menos no caso norte-americano, a legislação de títulos como um todo parece ter melhorado a eficiência do mercado, ainda que não esteja claro que determinadas medidas específicas de regulação tenham sido benéficas.

EVIDÊNCIAS DOS EFEITOS DA REGULAÇÃO: O CASO BRASILEIRO

FINALIDADE DO TESTE

No item anterior, apresentamos os resultados de algumas pesquisas que buscaram levantar evidências acerca dos efeitos da regulação e controle sobre o mercado de capitais. Prosseguimos com um exame dos efeitos da regulação sobre o mercado de capitais no Brasil, em particular sobre o nível de risco total do mercado. O objetivo do teste é examinar o comportamento do risco total do mercado antes e depois do advento da CVM. A hipótese que preside este teste é a seguinte: se for observado um aumento ou se o nível de risco total do mercado tiver permanecido constante após a CVM, nada pode ser afirmado quanto à eficácia das políticas de regulação do mercado de capitais emanadas daquele órgão, uma vez que políticas eficazes no sentido de reduzir níveis de risco poderiam ter sido contrabalançadas por outros fatores, relativos ao comportamento da economia em geral e/ou das empresas em particular, os quais poderiam anular total ou parcialmente o impacto positivo de medidas de regulação.

Se for observada, porém, uma redução significante do nível de risco total do mercado no período pós-CVM, a hipótese de que a ação do órgão regulador sobre o mercado foi eficaz não pode ser rejeitada, embora a redução do nível de risco total possa ser atribuída a outras causas.

METODOLOGIA

1. DADOS UTILIZADOS

Foram levantados dados diários de três índices de mercado atualmente publicados pelas duas maiores Bol-

sas do país: o Índice de Lucratividade (IBV) e o Índice de Preços (IPBV), ambos da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, e o Índice BOVESPA, da Bolsa de Valores de São Paulo.

É possível que fosse levantado o argumento de que neste trabalho poderia ser utilizado qualquer um dos índices de mercado, ao invés de trabalharmos simultaneamente com os três índices.

Algumas evidências obtidas, porém, parecem sugerir que os índices disponíveis não são substitutos perfeitos, isto é, não contêm a mesma informação.

Foram realizadas regressões entre as taxas de variação dos índices, utilizando as taxas como variáveis dependentes e independentes e combinando-as duas a duas, num total de seis regressões para o período pré-CVM e igual número para o período pós-CVM, períodos esses que especificaremos adiante.

A forma geral dessas regressões é:

$$\boxed{X_i = a + b\,X_j}$$

onde X_i e X_j são taxas de variação dos índices de mercado.

Se os índices fossem substitutos perfeitos, deveríamos esperar valores não significantemente diferentes de zero e um para os coeficientes a e b, respectivamente.

Contudo, verificamos que os valores de b diferem significantemente de um em todos os casos ao nível de 1%, bem como o valor de $\hat{a}$ difere significantemente de zero ao nível de 1% em três das regressões do período pós-CVM.

Esses resultados, portanto, parecem permitir a rejeição da hipótese de que os índices contêm a mesma informação; daí a necessidade de derivação de resultados para as três séries.

2. PERÍODOS SELECIONADOS

As séries nominais de índices obtidas abrangem o período de 1º de janeiro de 1973 a 30 de junho de 1980.

Os subperíodos escolhidos para análise vão de 1º de julho de 1973 a 30 de junho de 1976 e de 1º de julho de 1977 a 30 de junho de 1980, perfazendo três anos antes e três anos depois do advento da CVM, que data de dezembro de 1976.

A razão para a escolha destes subperíodos está no fato de que, embora a CVM só tivesse entrado em operação na plenitude de suas atribuições em abril de 1978, segundo o Relatório Anual de 1979, já em julho de 1977 o Conselho Monetário Nacional baixava as primeiras resoluções no âmbito da área de atuação daquele órgão.[1] Em conseqüência, pareceu-nos adequado iniciar o período de observação pós-CVM em 1º de julho de 1977.

Outra preocupação presente quando da escolha dos subperíodos de observação foi a de que ambas as amostras se referissem a períodos idênticos do ano, para facilitar os testes estatísticos.

3. CUIDADOS NO TRATAMENTO DOS DADOS

Os dados utilizados nas três séries nominais de índices são de fechamento, para permitir a comparação dos resultados. Um fato que mereceu atenção adicional foi o de que as amostras refletissem exatamente os mesmos dias de negociação nas três séries. Assim, foram eliminadas das séries todas as datas em que não houve negociação simultânea nas Bolsas do Rio de Janeiro e de São Paulo. Como exemplos, poderíamos citar as datas de 20 de janeiro, onde não há negociação na Bolsa do Rio de Janeiro mas há em São Paulo, e 25 de janeiro, quando se dá o inverso. No caso de uma dessas datas ter coincidido com um dia não útil, sem negociação em qualquer das Bolsas, não houve a necessidade de eliminação.

4. TAXAS DE VARIAÇÃO

Num esforço para reduzir os efeitos sobre os testes das possíveis deficiências e diferenças de metodologia de cálculo dos índices utilizados, as séries foram transformadas em séries de taxas de variações percentuais, de acordo com a seguinte fórmula:

$$DX_i = \frac{X_i - X_{i-1}}{X_{i-1}}$$

onde,

DX_i = taxa de variação variável X_i (IBV, IPBV, BOVESPA) e

i = data de uma observação.

---

[1] Veja Brasil [3].

Com a utilização das séries de taxas de variação, procuramos nos abstrair das séries nominais em níveis e concentrar nossa atenção exclusivamente nas variações e sua distribuição, utilizando-as como medida das oscilações sofridas pelo mercado.

Tornou-se possível, então, estudar os parâmetros das distribuições de probabilidades construídas com as taxas de variação dos índices de mercado. Em particular, estaremos interessados na dispersão dessas distribuições, uma vez que, de acordo com a hipótese que enunciamos, uma redução significante dessas dispersões poderia ser interpretada como evidência de redução do nível de risco total do mercado.

Outro ponto de nossa análise é o estudo da incidência de variações extremas ao nível de 5% nessas séries, ou seja, taxas de variação positivas ou negativas que escapam aos limites de 95% dessas distribuições.

Nesse caso, uma redução na proporção desses eventos extremos, ou, pelo menos, um aumento não significante de sua ocorrência, pode ser interpretada como uma evidência adicional de menores distúrbios no mercado no período pós-CVM, o que favorece a hipótese de uma atuação eficaz daquele órgão regulador.

RESULTADOS

1. CORRELAÇÃO ENTRE AS SÉRIES DE TAXAS DE VARIAÇÃO

Os primeiros resultados que foram objeto de nossa atenção referem-se às correlações entre as séries de taxas de variação. Verificamos que a correlação entre as séries do IBV e BOVESPA passa de 0,814 para 0,880 do período pré-CVM para o período pós-CVM; entretanto, a correlação do IBV com o IPBV passa de 0,843 para 0,625 e a do IPBV com o índice BOVESPA cai de 0,808 para 0,617, nos mesmos períodos.

Essa redução na correlação da série do IPBV com as demais parece ser coerente com o fato de os resultados obtidos para o IPBV apresentarem um comportamento ligeiramente diferente daqueles a que chegamos com as séries do IBV e BOVESPA, embora apontem na mesma direção das outras séries.

2. VALORES CRÍTICOS DAS SÉRIES AO NÍVEL DE 5%

Como podemos observar na Tabela 1, houve uma redução na dispersão das séries de taxas de variação nos três índices em estudo. Os valores críticos referem-se às taxas percentuais que delimitam 95% das distribuições.

TABELA 1 – Valores Críticos das Taxas de Variação dos Índices de Mercado, ao Nível de 5%, Antes e Depois da CVM

Índices	Valores Críticos das Taxas de Variação			
	Antes da CVM		Depois da CVM	
IBV	+ 0,0477	(+ 4,77%)	+ 0,0379	(+ 3,79%)
	- 0,0452	(- 4,53%)	- 0,0341	(- 3,41%)
IPBV	+ 0,0337	(+ 3,38%)	+ 0,0312	(+ 3,13%)
	- 0,0316	(- 3,17%)	- 0,0267	(- 2,68%)
BOVESPA	+ 0,0389	(+ 3,89%)	+ 0,0275	(+ 2,75%)
	- 0,0362	(- 3,63%)	- 0,0237	(- 2,37%)

A redução da dispersão observada nas três séries parece ser coerente com uma redução do nível de risco total do mercado. O próximo passo será testar a significância dessa redução na dispersão das séries.

3. O TESTE DE DIFERENÇA DE VARIÂNCIAS

3.1. RESULTADOS

O teste utilizado para examinar a significância da diferença de variâncias nos períodos pré-CVM e pós-CVM foi o proposto por Kreyszig [19]. A Tabela 2 apresenta os resultados deste teste. Podemos verificar que a redução da variância nas séries das taxas de variação do IBV e BOVESPA é significante ao nível de 1%, enquanto que a observada na série do IPBV é significante ao nível de 5%. Mais uma vez os resultados, portanto, parecem indicar uma redução do nível de risco total do mercado no período pós-CVM.

TABELA 2 – Teste de Significância da Diferença entre as Variáveis das Séries de Taxas de Variação Antes e Depois da CVM

Índices	Variância Antes da CVM (σ_0^2)	Variância Depois da CVM (σ_1^2)	Comparação entre Variâncias $V_0 = \frac{\sigma_0^2}{\sigma_1^2}$	Valor Crítico da Distribuição F a Vários Níveis de Significância					
				$n = 120$			$n = \infty$		
				10%	5%	1%	10%	5%	1%
IBV	$0{,}563 \times 10^{-3}$	$0{,}337 \times 10^{-3}$	1,667						
IPBV	$0{,}278 \times 10^{-3}$	$0{,}219 \times 10^{-3}$	1,268						
BOVESPA	$0{,}368 \times 10^{-3}$	$0{,}171 \times 10^{-3}$	2,152	1,26	1,35	1,53	1,17	1,22	1,32

Obs.: O tamanho das amostras (n) é igual a 736.

Esse teste, porém, incorpora algumas hipóteses quanto ao formato das distribuições, hipóteses essas que, se não verificadas, podem prejudicar seriamente os resultados. Dedicar-nos-emos a seguir ao exame dessas hipóteses.

3.2. HIPÓTESES

As hipóteses subjacentes ao teste de diferença de variâncias são as seguintes:

a) independência serial entre as amostras;

b) estacionariedade, particularmente intraperíodos e

c) normalidade.

A primeira hipótese, a da independência serial, será analisada neste trabalho. Entendemos que esta suposição não prejudicaria sensivelmente a qualidade dos resultados, pois parece pouco provável que as taxas de variação de índices de mercado de hoje tenham alguma associação com as taxas de variação observadas há um ano.

As demais hipóteses serão objeto de um exame mais rigoroso. O teste da hipótese de estacionariedade foi realizado gerando-se séries das primeiras diferenças das séries de taxas de variação originais. Se as séries originais forem estacionárias, as médias das séries de primeiras diferenças não deverão ser significantemente diferentes de zero.

A Tabela 3 apresenta os resultados do teste de estacionariedade para os períodos de três anos antes e depois da CVM. São apresentados a média e o desvio padrão da série de primeiras diferenças. Se tomarmos três vezes o valor do desvio padrão da série e adicionarmos o resultado à média, teremos praticamente o maior valor que uma observação poderia assumir. Como pode ser observado ainda nesta tabela, em nenhum caso a média das séries de primeira diferença difere significantemente de zero, tanto antes como depois da CVM. Esse resultado parece ser coerente com a hipótese de estacionariedade das séries de taxas de variação.

TABELA 3 – Teste da Hipótese de Estacionariedade – Primeira Diferença de Taxas

a) Período Anterior à CVM (01/07/73 a 30/06/76)

Índices	Média	Desvio Padrão
IBV	$0{,}133 \times 10^{-4}$	$0{,}335 \times 10^{-1}$
IPBV	$0{,}127 \times 10^{-4}$	$0{,}228 \times 10^{-1}$
BOVESPA	$0{,}132 \times 10^{-4}$	$0{,}247 \times 10^{-1}$

b) Período Posterior à CVM (01/07/77 a 30/06/80)

Índices	Média	Desvio Padrão
IBV	$1{,}151 \times 10^{-4}$	$0{,}249 \times 10^{-1}$
IPBV	$0{,}993 \times 10^{-5}$	$0{,}217 \times 10^{-1}$
BOVESPA	$0{,}388 \times 10^{-5}$	$0{,}162 \times 10^{-1}$

Entretanto, a variância das séries de três anos pode ocultar alterações substanciais na dispersão das séries, quando analisados períodos mais curtos. Torna-se necessário, então, testar a estacionariedade das séries de taxas de variação dentro dos períodos, antes e depois da CVM. Caso as séries não sejam estacionárias dentro dos períodos de análise, ou seja, antes e depois da CVM, os resultados do teste provavelmente serão prejudicados.

A Tabela 4 contém matrizes de variâncias semestrais das três séries de taxas de variação. Como pode ser visto, as variâncias de períodos semestrais oscilam tanto antes como depois do advento da CVM. Entretanto, podemos verificar também que, em praticamente todos os casos, as variâncias semestrais se reduzem no período pós-CVM, resultado coerente com a redução do nível de risco total do mercado. Resta-nos testar a estacionariedade dessas séries em períodos semestrais.

TABELA 4 – Matriz das Variâncias de Períodos Semestrais das Séries de Taxas de Variação

Antes da CVM

Variável	Variâncias Semestrais					
	Jul./Dez. 73	Jan./Jun. 74	Jul./Dez. 74	Jan.Jun. 75	Jul./Dez. 75	Jan./Jun. 76
IBV	$0{,}597 \times 10^{-3}$	$0{,}637 \times 10^{-3}$	$0{,}769 \times 10^{-3}$	$0{,}438 \times 10^{-3}$	$0{,}532 \times 10^{-3}$	$0{,}375 \times 10^{-3}$
IPBV	$0{,}215 \times 10^{-3}$	$0{,}268 \times 10^{-3}$	$0{,}289 \times 10^{-3}$	$0{,}312 \times 10^{-3}$	$0{,}308 \times 10^{-3}$	$0{,}255 \times 10^{-3}$
BOVESPA	$0{,}214 \times 10^{-3}$	$0{,}454 \times 10^{-3}$	$0{,}687 \times 10^{-3}$	$0{,}247 \times 10^{-3}$	$0{,}348 \times 10^{-3}$	$0{,}235 \times 10^{-3}$

Depois da CVM

Variável	Variâncias Semestrais					
	Jul./Dez 77	Jan./Jun. 78	Jul./Dez. 78	Jan./Jun. 79	Jul./Dez. 79	Jan./Jun. 80
IBV	$0{,}228 \times 10^{-3}$	$0{,}272 \times 10^{-3}$	$0{,}178 \times 10^{-3}$	$0{,}309 \times 10^{-3}$	$0{,}394 \times 10^{-3}$	$0{,}631 \times 10^{-3}$
IPBV	$0{,}136 \times 10^{-3}$	$0{,}135 \times 10^{-3}$	$0{,}797 \times 10^{-4}$	$0{,}104 \times 10^{-3}$	$0{,}631 \times 10^{-3}$	$0{,}218 \times 10^{-3}$
BOVESPA	$0{,}105 \times 10^{-3}$	$0{,}154 \times 10^{-3}$	$0{,}926 \times 10^{-3}$	$0{,}128 \times 10^{-3}$	$0{,}257 \times 10^{-3}$	$0{,}273 \times 10^{-3}$

TABELA 5 – Teste da Primeira Diferença em Períodos Semestrais

Antes da CVM

Variável	Jul./Dez 73		Jan./Jul. 74		Jul./Dez. 74		Jan./Jun. 75		Jul./Dez. 75		Jan./Jun. 76	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
IBV	$-0{,}156 \times 10^{-3}$	$0{,}358 \times 10^{-1}$	$-0{,}136 \times 10^{-3}$	$0{,}352 \times 10^{-1}$	$-0{,}731 \times 10^{-4}$	$0{,}393 \times 10^{-1}$	$0{,}246 \times 10^{-3}$	$0{,}298 \times 10^{-1}$	$-0{,}232 \times 10^{-3}$	$0{,}318 \times 10^{-1}$	$-0{,}232 \times 10^{-3}$	$0{,}282 \times 10^{-1}$
IPBV	$-0{,}680 \times 10^{-4}$	$0{,}198 \times 10^{-1}$	$-0{,}112 \times 10^{-3}$	$0{,}229 \times 10^{-1}$	$-0{,}103 \times 10^{-3}$	$0{,}241 \times 10^{-1}$	$0{,}147 \times 10^{-3}$	$0{,}232 \times 10^{-1}$	$-0{,}237 \times 10^{-3}$	$0{,}238 \times 10^{-1}$	$-0{,}568 \times 10^{-4}$	$0{,}230 \times 10^{-1}$
BOVESPA	$-0{,}256 \times 10^{-3}$	$0{,}182 \times 10^{-1}$	$-0{,}251 \times 10^{-3}$	$0{,}275 \times 10^{-1}$	$-0{,}246 \times 10^{-3}$	$0{,}332 \times 10^{-1}$	$-0{,}139 \times 10^{-3}$	$0{,}208 \times 10^{-1}$	$-0{,}254 \times 10^{-3}$	$0{,}251 \times 10^{-1}$	$-0{,}144 \times 10^{-3}$	$0{,}212 \times 10^{-1}$

Depois da CVM

Variável	Jul./Dez 77		Jan./Jun. 78		Jul./Dez. 78		Jan./Jun. 79		Jul./Dez. 79		Jan./Jun. 80	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
IBV	$0{,}107 \times 10^{-3}$	$0{,}210 \times 10^{-1}$	$-0{,}217 \times 10^{-3}$	$0{,}223 \times 10^{-1}$	$-0{,}880 \times 10^{-4}$	$0{,}179 \times 10^{-1}$	$-0{,}370 \times 10^{-3}$	$0{,}245 \times 10^{-1}$	$-0{,}204 \times 10^{-3}$	$0{,}257 \times 10^{-1}$	$-0{,}164 \times 10^{-3}$	$0{,}354 \times 10^{-1}$
IPBV	$0{,}601 \times 10^{-4}$	$0{,}172 \times 10^{-1}$	$-0{,}938 \times 10^{-4}$	$0{,}150 \times 10^{-1}$	$0{,}143 \times 10^{-3}$	$0{,}104 \times 10^{-1}$	$-0{,}255 \times 10^{-3}$	$0{,}138 \times 10^{-1}$	$-0{,}206 \times 10^{-4}$	$0{,}404 \times 10^{-1}$	$-0{,}893 \times 10^{-4}$	$0{,}189 \times 10^{-1}$
BOVESPA	$0{,}774 \times 10^{-4}$	$0{,}136 \times 10^{-1}$	$-0{,}938 \times 10^{-4}$	$0{,}149 \times 10^{-1}$	$0{,}160 \times 10^{-4}$	$0{,}117 \times 10^{-1}$	$-0{,}277 \times 10^{-3}$	$0{,}142 \times 10^{-1}$	$-0{,}846 \times 10^{-4}$	$0{,}190 \times 10^{-1}$	$-0{,}792 \times 10^{-4}$	$0{,}221 \times 10^{-1}$

O teste da primeira diferença em períodos semestrais tem seus resultados apresentados na Tabela 5, para antes e depois do advento da CVM. Embora as médias das séries de primeiras diferenças variem, em nenhum caso elas são significantemente diferentes de zero, tanto no período anterior como no período posterior à existência da CVM. Os resultados do teste, portanto, sugerem que as séries de taxas de variação são estacionárias mesmo quando tomamos períodos semestrais, a despeito de alguma oscilação nas variâncias.

3.3. A HIPÓTESE DE NORMALIDADE

Segundo Kreyszig [19], pode ser demonstrado que o teste de comparação de variâncias é bastante sensível a desvios de normalidade das distribuições. A partir dessa observação, torna-se relevante testar a normalidade das distribuições. Os testes realizados foram os de assimetria (α_3) e curtose (α_4), conforme descritos por Merril e Fox [23]. Para que as distribuições sejam normais, os valores de α_3 e α_4 não devem diferir significantemente de zero.

Os resultados dos testes de normalidade encontram-se na Tabela 6. Eles sugerem que nenhuma das distribuições de taxas de variação pode ser considerada normal, tanto antes como depois da CVM. Ao contrário, os testes apresentam as distribuições assimétricas à direita e leptocúrticas.

Pode ser observado ainda nessa tabela que, enquanto nas distribuições das taxas de variação baseadas no IBV e BOVESPA a assimetria diminui e a curtose aproxima-se da normalidade no período pós-CVM, na distribuição baseada no IPBV os resultados são sensivelmente piores, o que parece também ser coerente com a correlação mais baixa encontrada no período posterior à CVM.

TABELA 6 — Teste de Normalidade das Distribuições de Taxas de Variação dos Índices de Mercado

Antes da CVM

Distribuição	Assimetria (α_3)	Curtose (α_4)
IBV	2,29	5,46
IPBV	2,09	3,09
BOVESPA	2,76	11,82

Depois da CVM

Distribuição	Assimetria (α_3)	Curtose (α_4)
IBV	1,98	2,82
IPBV	4,97	45,83
BOVESPA	1,87	1,95

Forma Geral:

$$\alpha_3 = \frac{\sum_{i=1}^{N} [(X_i - X)/\sigma]^3}{N} \qquad \alpha_4 = \frac{\sum_{i=1}^{N} [(X_i - \bar{X})/\sigma]^4}{N} - 3$$

Os resultados parecem levar à conclusão de que as distribuições das taxas de variação não são coerentes com a hipótese de normalidade, o que prejudica bastante o teste de comparação de variâncias realizado. Torna-se necessário, em conseqüência, testar a redução de variâncias, de tal forma que os resultados não sejam muito sensíveis à hipótese de normalidade das distribuições.

4. O TESTE MODIFICADO DE COMPARAÇÃO DE VARIÂNCIAS

Uma vez que as distribuições em análise mostraram desvios consideráveis da normalidade, o teste de comparação de variâncias teve que ser substituído pelo teste descrito a seguir, sugerido por Kreyszig [19].

Foram computadas as seguintes variáveis:

$$x_i^* = |X_i - \bar{X}_i| \text{ e } y_i^* = |Y_i - \bar{Y}_i|,$$

ou seja, os desvios absolutos em relação à média das séries originais. Pode ser demonstrado que as médias das variáveis aleatórias resultantes são proporcionais a σ_x e σ_y, respectivamente. Em conseqüência, podemos testar a hipótese $\sigma_x = \sigma_y$, isto é, a de que as séries antes e depois da CVM têm o mesmo desvio padrão, testando a hipótese de que as variáveis modificadas têm a mesma média.

Na Tabela 7, estão descritos os resultados das médias e variâncias das variáveis x_i^* e y_i^*. Podemos verificar que em todos os casos a diferença ($\bar{x}_i^* - \bar{y}_i^*$) é positiva, ou seja, houve uma redução nas médias dessas variáveis do período pré-CVM para o período pós-CVM. É necessário agora testar a significância dessa redução de médias.

TABELA 7 — Parâmetros das Distribuições das Variáveis x_i^* e y_i^*

Índices	Período	Média	Variância
IBV	Antes CVM	$0{,}175 \times 10^{-1}$	$0{,}255 \times 10^{-3}$
	Depois CVM	$0{,}138 \times 10^{-1}$	$0{,}146 \times 10^{-3}$
IPBV	Antes CVM	$0{,}122 \times 10^{-1}$	$0{,}127 \times 10^{-3}$
	Depois CVM	$0{,}971 \times 10^{-2}$	$0{,}124 \times 10^{-3}$
BOVESPA	Antes CVM	$0{,}138 \times 10^{-1}$	$0{,}177 \times 10^{-3}$
	Depois CVM	$0{,}101 \times 10^{-1}$	$0{,}695 \times 10^{-3}$

Forma Geral:

$$x_i^* = |Xi_A - \bar{X}i_A|$$

$$y_i^* = |Xi_D - \bar{X}i_D|$$

Para realizar este teste, quando as variâncias são diferentes, é necessário que as amostras sejam iguais e que n (o tamanho da amostra) seja superior a 30. Nesse caso, podemos usar a seguinte forma:

$$t_0 = \sqrt{n}\,\frac{\bar{x}_i^* - \bar{y}_i^*}{\sqrt{(\sigma x_i^*)^2 + (\sigma y_i^*)^2}}$$

onde t_0 é o valor observado de uma variável aleatória que, se a hipótese for verdadeira ($\sigma_x = \sigma_y$), é aproximadamente normal com média zero e variância igual a 1.

Em conseqüência, para ser possível a rejeição da hipótese de que as distribuições de taxas de variação têm a mesma variância ao nível de 10%, torna-se necessário que $t_0 > 1{,}645$; para rejeitá-la ao nível de 5%, que $t_0 > 1{,}960$ e ao nível de 1%, que $t_0 > 2{,}575$.

Na Tabela 8, são apresentados os resultados desse teste, os quais, como pode ser observado, são significantes ao nível de 1%. Esses resultados são importantes, pois corroboram com maior rigor aqueles já obtidos com o teste original de diferença de variâncias, e não são muito sensíveis a desvios da normalidade das distribuições em estudo.

TABELA 8 – Teste da Diferença de Variâncias das Séries de Taxas de Variação, Antes e Depois da CVM

Forma Indireta:

$$t_0 = \frac{\sqrt{n}\,(\bar{x}_i^* - \bar{y}_i^*)}{\sqrt{(\sigma^*_{xi})^2 + (\sigma^*_{yi})^2}}$$

Índices	Valores Observados de t_0	Valores Críticos de t_0 aos Níveis de		
		10%	5%	1%
IBV	5,01	1,645	1,960	2,575
IPBV	4,40			
BOVESPA	6,46			

5. PROPORÇÕES DE VALORES EXTREMOS NAS SÉRIES DE TAXAS DE VARIAÇÃO

Este trabalho prossegue com a identificação e análise das proporções de valores extremos encontrados nas distribuições de taxas de variação, antes e depois da CVM.

Nossa atenção volta-se agora para o seguinte ponto: uma vez que parece ter havido uma redução significante nas variâncias das séries de taxas de variação no período pós-CVM, se ao mesmo tempo observarmos uma redução ou a mesma proporção de valores extremos das taxas, isto é, valores não contidos nos limites de 95% da distribuição de probabilidades, esse resultado será coerente com a hipótese de que, no período pós-CVM, os distúrbios refletidos nos índices dos mercados do Rio de Janeiro e de São Paulo não tiveram a mesma intensidade do período pré-CVM.

Essas variações extremas foram identificadas nos períodos pré e pós-CVM, considerando-se qualquer dos índices que acusa a variação. É importante observar que quando, por hipótese, apenas um dos índices registrou uma variação extrema ao nível de 5%, não significa que os demais índices não acusaram variações; significa apenas que as variações dos demais mantiveram-se no limite de 95% de suas respectivas distribuições. A incidência de valores extremos aumenta de 27 ocorrências para 45 no caso do IBV e de 25 para 36, no caso do índice BOVESPA. Somente no caso de IPBV essa incidência reduz-se de 38 ocorrências no período pré-CVM para 20 no período pós-CVM.

Podemos examinar a incidência de distúrbios extremos somente no caso de uma resposta simultânea dos mercados do Rio de Janeiro e de São Paulo. Novamente, a incidência de distúrbios extremos aumenta de 16 para 25 ocorrências nos índices IBV e BOVESPA e diminui de 16 para 11 no caso do IPBV.

A proporção de eventos extremos em relação às respectivas amostras cresce de 3,66% no período pré-CVM para 6,11% no período pós-CVM, no caso do IBV, e de 3,39% para 4,88%, no caso do IPBV. Quanto ao IPBV, porém, essa proporção cai de 5,16% para 2,71%. Esses resultados são obtidos quando consideramos a resposta de qualquer dos índices.

Quando levamos em consideração somente valores extremos acusados simultaneamente pelo IBV e BOVESPA, essa proporção cresce de 2,17% para 3,39% nas séries do IBV e BOVESPA e descrece de 2,17% para 1,49% na série do IPBV. Prosseguiremos com o exame da significância dessas diferenças.

6. *TESTE DE DIFERENÇA DE PROPORÇÕES DE VALORES EXTREMOS NAS SÉRIES DE TAXAS DE VARIAÇÃO*

O teste aplicado para examinar as diferenças de proporções de valores extremos antes e depois da CVM é sugerido por Wonnacott e Wonnacott [25]. Os resultados são apresentados nas Tabelas 9 e 10.

TABELA 9 – Teste das Diferenças entre Proporções de Valores Extremos nas Amostras, Antes e Depois da CVM

Forma geral: (ao nível de 5%) =

$$= \pm 1{,}96 \sqrt{\frac{P_1 - (1 - P_1)}{n_1} + \frac{P_2 - (1 - P_2)}{n_2}}$$

Variável	Diferença entre as Proporções (Depois CVM – Antes CVM)	Valores Críticos aos Níveis de Significância		
		10%	5%	1%
IBV	0,024	0,018	0,021	0,028
IPBV	-0,024	0,016	0,019	0,026
BOVESPA	0,014	0,017	0,020	0,026

TABELA 10 – Teste das Diferenças entre Proporções de Valores Extremos nas Amostras, Antes e Depois da CVM, Considerando Somente Resposta Simultânea do IBV e BOVESPA

Variável	Diferença entre as Proporções (Depois CVM – Antes CVM)	Valores Críticos aos Níveis de Significância		
		10%	5%	1%
IBV	0,012	0,014	0,016	0,022
IPBV	-0,006	0,011	0,013	0,017
BOVESPA	0,012	0,014	0,016	0,022

Na Tabela 9 encontramos os casos de resposta de qualquer dos índices. Podemos verificar que o aumento da proporção de eventos extremos no caso do IBV é significante ao nível de 5%; no caso do índice BOVESPA, o aumento não chega a ser significante ao nível de 10%. Com o IPBV, como já vimos, ocorre uma redução da incidência de valores extremos.

Se considerarmos somente a resposta simultânea do IBV e BOVESPA, o que é feito na Tabela 10, obteremos resultados melhores. Novamente, no caso do IPBV, ocorre uma redução da proporção de eventos extremos; nos casos de IBV e BOVESPA, o aumento de proporção de valores extremos não chega a ser significante ao nível de 10%.

É possível, portanto, observar que os resultados sugerem que a elevação da proporção de valores extremos nas séries de taxas de variação ocorrida no período pós-CVM apresenta-se pouco significante, o que é coerente com a hipótese de redução do nível de risco total do mercado no período posterior à existência do órgão regulador.

CONCLUSÕES

No primeiro item deste trabalho foram discutidos alguns aspectos do relacionamento entre a superestrutura financeira e a infra-estrutura real da economia, em particular a relevância de mercados de capitais eficientes.

O papel do órgão regulador no mercado de capitais, em conseqüência, reveste-se de importância para o desenvolvimento da eficiência do mercado nos planos informacional, alocacional e operacional.

Foram também examinados naquele item algumas evidências dos efeitos da regulação no mercado norte-americano. Essas evidências sugerem que a regulação de títulos naquele mercado teve efeitos positivos, se considerada em seu conjunto, embora ainda haja dúvidas quanto aos efeitos de determinadas medidas específicas.

O trabalho prosseguiu com o exame de algumas evidências dos efeitos da regulação sobre o mercado acionário brasileiro.

O nível de risco total do mercado, tal como medido pela variância das séries de taxas de variação de três índices de mercado atualmente disponíveis – IBV, IPBV e BOVESPA –, foi analisado para um período de três anos anteriores e posteriores ao advento da CVM.

No caso de ser constatada uma elevação do nível de risco total, a mesma não poderia ser atribuída *a priori* a uma atuação ineficaz do órgão regulador do mercado de capitais. Foi, porém, observada uma redução das variâncias das séries de taxas de variação dos índices de mercado, redução esta que provou ser significante.

O teste aplicado na comparação de variâncias das séries de taxas de variação dependia de três hipóteses: independência serial, estacionariedade intraperíodos e normalidade. A hipótese de independência serial foi assumida. A de estacionariedade foi testada em períodos semestrais, antes e depois da CVM, e os resultados disponíveis parecem sugerir que, embora as variâncias semestrais tenham oscilado, a hipótese de estacionariedade intraperíodos não foi seriamente violada.

Entretanto, os resultados dos testes da hipótese de normalidade das distribuições acusaram assimetria

positiva e mostraram ainda que todas as distribuições são leptocúrticas, afastando-se dos padrões de normalidade. Esses resultados prejudicaram seriamente o teste de comparação de variâncias, levando à necessidade de um novo teste.

A diferença de variâncias das séries de taxas de variação, testado de forma indireta de modo a oferecer pouca sensibilidade à hipótese de normalidade, apresentou resultados que corroboram os obtidos no primeiro teste.

Outro ponto objeto de exame foi a proporção de distúrbios extremos no mercado áo nível de 5%. De fato, houve no período pós-CVM um aumento da proporção desses distúrbios, mas, de modo geral, esse aumento provou não ser significante.

A redução significante das variâncias e o aumento não significante de distúrbios extremos nas séries de taxas de variação aparentemente não permitem rejeitar a hipótese de que a CVM vem tendo uma atuação eficaz sobre o mercado de capitais, embora essa diminuição do nível de risco total possa ser atribuída a outras causas.

É necessário, porém, uma certa cautela na interpretação dos resultados apresentados no item anterior. Em trabalho recente, e partindo de metodologia diversa, Brito [6] observou que os níveis de risco de uma ação típica reduziram-se no período 1976-78, porém elevaram-se em 1979. Além disso, aquele autor encontrou evidências de que os níveis de risco sistemático e não-diversificável reduziram-se em 1976/77, mas elevaram-se em 1978/79.

Conforme observamos anteriormente, contudo, essa elevação de níveis de risco poderia ocorrer a despeito de medidas regulatórias acertadas, que poderiam ser total ou parcialmente contrabalançadas por reflexos da conjuntura econômica interna ou mesmo internacional.

Esses resultados parecem ressaltar a necessidade de outras pesquisas voltadas para os efeitos da regulação de títulos sobre o mercado acionário.

BIBLIOGRAFIA

1 BLUME, Marshall. On the assessment of risk. *The Journal of Finance,* New York, The American Finance Association, v. 26, n. 1, pp. 1-10, Mar. 1971.

2 BLUME, Marshall & FRIEND, Irwin. Risk, investment strategy and long run rates of return. *The Review of Economics and Statistics,* Cambridge, Mass., Harvard Univ. Press, v. 56, n. 3, p. 259, Aug. 1974.

3 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Legislação complementar, 1977/1978/1979.* Rio de Janeiro, CVM, 1979 |Anexo do Relatório de Atividades da CVM de 1979|

4 ———. *Relatório de Atividades 1979.* Rio de Janeiro, CVM, 1979.

5 BRITO, Ney O. *Disclosure,* regulação e betas: o professor Friend e uma palavra de reflexão. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais,* Rio de Janeiro, IBMEC, v. 3, n. 7, pp. 73-87, jan./abr. 1977.

6 ———. *O efeito de diversificação de risco no mercado acionário brasileiro.* Rio de Janeiro, UFRJ/COPPEAD, 1980. (Relatório de Pesquisa, nº 21)

7 ———. *A relevância de mercados de capitais eficientes e regulação.* Rio de Janeiro, UFRJ/COPPEAD, 1977. (Relatório técnico, nº 3)

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

9 FRIEND, Irwin. Fundamentos econômicos da regulação do mercado acionário. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais,* Rio de Janeiro, IBMEC, v. 1, n. 3, pp. 453-83, set./dez. 1975.

10 ———. The SEC and the economic performance of securities market. In: MANNE, H.G., ed. *Economic policy and the regulation of corporate securities.* Washington, 1969.

11 FRIEND, Irwin & HERMAN, Edward S. The SEC through a glass darkly. *The Journal of Business,* Chicago, Ill., The Univ. of Chicago Press, v. 37, n. 4, p. 339, Oct. 1964.

12 ———. Professor Stigler on securities regulation: a further comment. *The Journal of Business,* Chicago Ill., The Univ. of Chicago Press, v. 38, n. 1, pp. 106-10, Jan. 1965.

13 FRIEND, Irwin & LONGSTREET, J. Price experience and return on new stock issues. In: FRIEND, Irwin et alii. *Investment banking and the new issues market.* Cleveland, NY., The World Publ., 1967.

14 FRIEND, Irwin et alii. *Investment banking and the new issues market.* Cleveland, NY., The World Publ., 1967.

15 GOLDSMITH, Raymond William. *Financial structure and development.* New Haven, Yale Univ. Press, 1969.

16 GONEDES, Nicholas J. *Risk information and the effects of special accounting items in capital market equilibrium.* Chicago, Ill., Univ. of Chicago. Center for Mathematical Studies in Business and Economics, 1974. (Report, 7429)

17 HÄUSER, Karl. O papel do mercado de capitais em uma economia de mercado. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais,* Rio de Janeiro, IBMEC, v. 1, n. 3, pp. 439-50, set./dez. 1975.

18 JAFFE, J.E. The effect of regulation changes on insider trading. *The Bell Journal of Economics and Management Science,* New York, American Telephone and Telegraph, v. 5, n. 1, pp. 93-121, Spring 1974.

19 KREYSZIG, Edwin. *Introductory mathematical statistics: principles and methods.* New York, J. Wiley & Sons, 1970.

20 MARTIN, A. An empirical test of the relevance of accounting information for investment decisions. *Journal of Accounting Research,* Chicago, Ill., Univ. of Chicago, v. 10, 1971.

21 MAY, R. G. The influence of quartely earning announcements on investor decision. *Journal of Accounting Research,* Chicago, Ill., Univ. of Chicago, v. 10, 1971.

22 MENDELSON, Morris. Uma avaliação da regulação de *disclosure* sob a ótica dos economistas. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais,* Rio de Janeiro, IBMEC, v. 1, n. 3, pp. 353-70, set./dez. 1975.

23 MERRIL, William C. & FOX, Karl A. *Introduction to economic statistics.* New York, J. Wiley & Sons, 1970.

24 OFFICER, R.R. The variability of the market factor of the New York Stock Exchange. *The Journal of Business,* Chicago, Ill., The Univ. of Chicago Press, v. 46, n. 3, pp. 434-52, July 1973.

25 WONNACOTT, Thomas H. & WONNACOTT, Ronald J. *Introductory statistics for business and economics.* 2nd. ed., New York, J. Wiley & Sons, 1977.

A Evolução do Mercado Futuro de Ações da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro *

Ney O. Brito

Mariamélia Lemos dos Santos **

Este trabalho analisa os aspectos institucionais envolvidos no mercado futuro de ações da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e os compara com o mercado à vista. Os resultados indicam um crescimento significativo do mercado futuro de ações, com concentração em três ações de empresas estatais. O mercado de corretoras apresenta distribuição de negócios semelhante ao mercado à vista, sendo que as ações menos negociadas têm seus negócios mais concentrados em reduzido número de corretoras. Durante o período, o mercado futuro de ações foi marcado por uma grande instabilidade reguladora que é também discutida.

This article analizes the institutional aspects involved in the shares future market of the Rio de Janeiro Stock Exchange compared with the spot market. The results indicate a expressive growing of the shares future market, with concentration in three shares of governmental companies. The broker market presents a distribution of transactions similar to the spot market but the less negotiated shares have their transactions more concentrated through reduced number of brokers. During the period, the shares future market was marked by regulatory instability, also discussed in this article.

INTRODUÇÃO

Como é do conhecimento geral, o mercado futuro de ações da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) vem se expandindo rapidamente desde sua implantação em janeiro de 1979. Em seu primeiro ano de negócios o mercado futuro já negociou 25,3% do volume total transacionado na BVRJ e sua participação evoluiu para 66,5% em 1980 e 78,1% nos primeiros nove meses de 1981.

Os mercados futuros cumprem importantes funções sociais que são discutidas por Brito [2] para o caso de *commodities* e por Arrow [1] para o caso geral. Essencialmente, os mercados futuros promovem uma alocação de risco mais eficiente a nível social. Numa conjuntura econômica mundial cada vez mais exposta aos riscos de oscilações de preço, não chega a surpreender que os mercados futuros estejam se desenvolvendo de forma generalizada. O mercado futuro de ações da BVRJ se expande dentro do mesmo contexto geral. Este mercado representa entretanto uma experiência brasileira que é literalmente única e que desperta crescente interesse da comunidade financeira internacional. Apesar disto, pouco se conhece sobre o comportamento de nosso mercado futuro de ações.

---

* Este trabalho foi concluído antes da promulgação da Instrução nº 19 da Comissão de Valores Mobiliários e se originou de uma pesquisa feita pelos autores com o patrocínio da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

** Ney Roberto Ottoni de Brito é Coordenador de Economia e Finanças do Programa de Pós-Graduação em Administração da UFRJ e Research Associate do Center for the Study of Futures Markets da Universidade de Columbia. Mariamélia Santos é Assistente de Pesquisa do Programa de Pós-Graduação em Administração. Os autores agradecem a colaboração de José Carlos Sabóia, Marco Aurélio Teixeira e Luiz Eduardo Ferreira.

Este trabalho procura discutir a evolução do mercado focalizando mais os aspectos institucionais envolvidos. Após rever a evolução da estrutura reguladora do mercado o estudo prossegue para examinar a distribuição de seus negócios por papéis e por corretoras. Segue-se uma análise da especialização dos negócios nos diversos papéis e uma discussão comparativa das características institucionais do mercado futuro de ações em relação ao mercado à vista de ações e aos resultados de Brito e Menezes [4] e Brito [3]. As principais conclusões são então revistas na seção final do trabalho.

A EVOLUÇÃO DA ESTRUTURA REGULADORA DO MERCADO FUTURO

O mercado futuro de ações da BVRJ iniciou seus negócios em 15 de janeiro de 1979. A sua criação representou uma evolução natural do antigo mercado a termo. Como foi discutido por Brito [2], as negociações em mercados futuros apresentam as vantagens de liquidez intermediária e de ausência da necessidade de entrega física. Ao criar o mercado a termo fixo[1] a BVRJ obteve as vantagens de liquidez intermediária para o mercado a termo clássico mas persistiram as limitações de entrega física que só foram eliminadas com a criação do mercado futuro de ações.

No mercado futuro da BVRJ as ações podem ser negociadas em contratos com prazos e datas de vencimento fixados pela Superintendência de Operações. Os negócios devem se realizar em lotes múltiplos de 10.000 ações e estão sujeitos a requisitos de margem bem como a comissões de corretagem e de registro. A comissão de corretagem deve ser paga pelo cliente à corretora e segue a tabela regular de corretagens. A comissão de registro é de 0,1% sendo cobrada das corretoras pela Caixa de Registro e Liquidação da BVRJ que procede ao registro das posições.

A nível de regulamentação, apenas os títulos que constem de lista específica da Superintendência de Operações podem ser negociados no mercado futuro de ações. Entretanto, a nível operacional, todas as ações podiam ser negociadas a futuro até maio de 1980. De maio a agosto de 1980 a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) restringiu as negociações às ações incluídas no Índice da Bolsa de Valores (IBV) da BVRJ.[2] A partir de agosto de 1980 todas as ações foram novamente liberadas para negócios a futuro.

O calendário de vencimentos era trimestral (março, junho, setembro e dezembro) em 1979 e passou a bimensal (fevereiro, abril, junho, agosto, outubro e dezembro) em 1980 e 1981.[3] Em todo o período 1979-81 eram negociados os contratos com vencimentos dentro de um período de seis meses à frente. Dentro deste critério eram negociados, simultaneamente, dois vencimentos em 1979 e três vencimentos em 1980-81. Em 1982 serão simultaneamente negociados sempre quatro vencimentos abrangendo os dois meses mais próximos. Como resultado, existirão vencimentos e liquidações em todos os meses.[4] A data de vencimento era a quarta-feira mais próxima do dia 15 do mês até o contrato de fevereiro de 1980 passando a ser fixada na segunda-feira mais próxima do dia 15 a partir do contrato de abril de 1980.[5]

As negociações no mercado futuro de ações sempre foram protegidas com relação à distribuição de eventos e benefícios. Os direitos eventualmente distribuídos entre a data de negociação e a de vencimento sempre foram repassados aos compradores das ações. Entretanto, a nível operacional, existiram algumas modificações associadas ao tratamento de dividendos. Até fevereiro de 1980 uma posição aberta era negociada sempre com todos os direitos originais de bonificação, subscrição e dividendos e o acerto de dividendos era realizado em separado. A partir de fevereiro de 1980 as ações são negociadas com os direitos de subscrição e bonificação em títulos que existiam quando da abertura da posição mas o tratamento de dividendos se modificou.[6] A Caixa de Registro e Liquidação passa a converter as posições de COM para EX dividendos no primeiro dia de negociação ex-dividendos dos títulos de referência no mercado à vista, reajustando o valor das posições pelo valor dos dividendos. O comprador passa a pagar o preço menos o valor dos dividendos.

---

1 O mercado a termo fixo foi criado em dezembro de 1976 através da Resolução nº 116 do Conselho de Administração da BVRJ.

2 Vide Ofício da Comissão de Valores Mobiliários – CVM/PTE/NR 256/80 de 19 de maio de 1980.

3 Vide Circular da Superintendência Geral da BVRJ nº 100 de 6 de agosto de 1979.

4 Vide Circular da Superintendência Geral da BVRJ nº 152 de 14 de outubro de 1981.

5 A Circular da Superintendência Geral da BVRJ nº 149/81 de 13 de outubro de 1981 mantém os vencimentos às segundas-feiras para os contratos de 1982.

6 Vide Resolução nº 134/80 do Conselho de Administração da BVRJ de 26 de fevereiro de 1980.

Como foi observado por Working [10] as operações de *day trade*[7] contribuem de forma significativa para o desenvolvimento dos níveis de liquidez de quaisquer mercados. Estas operações vieram se desenvolvendo no mercado futuro de ações da BVRJ e contribuindo para sua liquidez. Até março de 1980 o *day trade* era isento da comissão de 0,1% de registro. A partir de março de 1980 a comissão de registro passa a incidir sobre o *day trade.*[8] Em maio de 1980 a CVM suspende as operações alegando que elas causavam distorções no mercado à vista.[9] Esta suspensão foi mantida até agosto de 1980. Neste mês o *day trade* foi liberado mas criou-se uma exigência adicional de retenção por 48 horas de 20% do valor da primeira operação de *day trade* de cada dia. Em novembro de 1980 a CVM restitui à BVRJ a administração do mercado futuro de ações e nesta ocasião o *day trade* é liberado eliminando-se a retenção anteriormente imposta.

A exigência de depósitos de margem para garantir a liquidação dos contratos existe desde a criação do mercado futuro de ações da BVRJ. Como foi observado por Telser [9] a existência de requisitos de margem fundamenta-se na própria teoria econômica estando associada à incerteza quanto ao nível de preços na data de liquidação. Não surpreendentemente margens são exigidas em todos os mercados futuros e já o eram mesmo antes de exigências de órgãos governamentais.

No início das negociações do mercado futuro de ações da BVRJ os níveis de margem foram fixados em 20% do valor da operação sendo 5% em dinheiro e 15% podendo ser depositados em títulos. A chamada de reforço de margem era feita sempre que a diferença entre a margem exigida e a retida superasse 25% da margem retida. Em fevereiro de 1980 a chamada de reforço de margem passou a ser feita a 35% da margem retida permitindo-se, entretanto, que o reforço fosse depositado em títulos considerados a 80% de seu valor de mercado.[10] Em março de 1980 a BVRJ passa a exigir 10% em dinheiro e 10% em títulos para composição de margem[11] e em final do mesmo mês a CVM eleva os requisitos de margem para 25% integralmente depositados em dinheiro.[12]

Em maio de 1980 a CVM passa a exigir margens diferenciadas para os títulos negociados elevando os requisitos de margem para 33% para as ações da Petrobrás, do Banco do Brasil e da Vale do Rio Doce mas mantendo os 25% para as demais ações, sendo todos os depósitos efetuados em dinheiro.[13] A decisão tinha clara intenção reguladora objetivando desestimular os negócios nas empresas estatais. Como foi observado por Brito [2] e implicitamente por Telser [9], a utilização de margens como instrumento de regulação de mercado é inadequada e não encontra qualquer fundamento econômico. Finalmente, em abril de 1981 e já sob a administração da BVRJ, os critérios de margem voltam aos princípios básicos de garantia de liquidação sendo os requisitos fixados de forma diferenciada para os vários títulos e oscilando entre 10% e 50% de acordo com a variabilidade de seus preços.[14]

No período analisado ocorreram também modificações no regime de tributação do mercado futuro de ações. Até maio de 1980 os rendimentos auferidos em operações no mercado futuro de ações não eram sujeitos a qualquer tributação direta nem à retenção na fonte. A tributação incidia no agregado de rendimentos das declarações para fins de impostos de renda no final do exercício. A partir de 29 de maio de 1980 as operações de *hedge* de aplicação ou de captação (venda à vista com compra a prazo) provaram ficar sujeitas a um imposto direto suplementar, o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF).[15] O IOF incidia à razão de 1% por mês de duração da operação de *hedge* e vigorou até

---

7 Uma operação de *day trade* envolve a compra e venda de um mesmo contrato no mesmo dia. Por sua própria natureza a operação envolve participantes diretos que buscam ganhos de *spread* dando maior liquidez e estabilidade aos mercados.

8 Vide Resolução nº 135/80 do Conselho de Administração da BVRJ de 3 de março de 1980.

9 Vide Ofício da Comissão de Valores Mobiliários — CVM/PTE/NR 256/80 de 19 de maio de 1980.

10 Vide Resolução nº 132/79 do Conselho de Administração da BVRJ de 27 de dezembro de 1979.

11 Vide Resolução nº 134/80 do Conselho de Administração da BVRJ de 26 de fevereiro de 1980.

12 Vide Circular da Superintendência Geral da BVRJ nº 17/80 de 03 de março de 1980.

13 Vide Resolução nº 137/80 do Conselho de Administração da BVRJ de 19 de maio de 1980.

14 Vide Resolução nº 142/81 e 143/81 do Conselho de Administração da BVRJ de 09 de abril de 1981.

15 O IOF é um imposto direto e sua alíquota incide sobre o valor da operação. Ele foi criado através da Resolução nº 619 de 29 de maio de 1980 do Banco Central do Brasil.

janeiro de 1981 quando, apesar de não ter sido eliminado, sua alíquota foi reduzida a zero.[16]

Desde sua criação o mercado futuro de ações da BVRJ contou com a participação de investidores individuais e institucionais. Entretanto, até abril de 1981, as limitações operacionais para investidores institucionais no mercado futuro de ações não eram muito claras.[17] Neste mês a sua participação foi regulamentada permitindo-se operações de *hedge* de aplicação (venda coberta) mas parcelas livres de aplicação. Essas operações não seriam computadas nos limites legais de aplicações em ações dos fundos e fundações.

Como se pode observar, a estrutura reguladora do mercado futuro de ações modificou-se bastante durante o seu curto período de existência. A instabilidade reguladora atingiu o regime fiscal e o de operação com seus níveis de margem e tipos de operações. É certo que modificações na estrutura ocorrem também em mercados futuros mais experientes e desenvolvidos. Entretanto, elas não atingem a magnitude e a freqüência observada no mercado futuro de ações da BVRJ. Essa instabilidade reguladora tem prejudicado o desenvolvimento do mercado futuro de ações da BVRJ mas, apesar delas, ele vem dando evidentes sinais de amadurecimento e relevância para os investidores. Um exemplo desse amadurecimento e da relevância da liquidez intermediária do mercado é a redução dos níveis de entrega física no mercado. O contrato de março de 1980 teve 36,3% das posições abertas liquidadas via entrega física, este percentual reduziu-se a 10% no contrato de junho de 1980 e vem oscilando em torno deste valor. Outros sinais de amadurecimento do mercado serão discutidos adiante.

Cabe aqui registrar novamente os efeitos nocivos da instabilidade reguladora para o desenvolvimento de nossos mercados em geral e de nossos mercados financeiros e de capitais em particular. É preciso reconhecer também a natureza exógena da criação dessa instabilidade quase sempre associada a órgãos governamentais externos aos mercados. As características de sua atuação elevam desnecessariamente os níveis de risco a que a sociedade se expõe. Na realidade, a instabilidade reguladora resultante reflete nossa instabilidade política. Se modificações fundamentais da estrutura reguladora de mercados dependessem da aprovação de uma estrutura de poderes descentralizada essa instabilidade e risco seriam reduzidos.

A EVOLUÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DOS NEGÓCIOS POR AÇÕES

Como é do conhecimento geral, o mercado futuro de ações da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro vem se firmando como um importante instrumento em nosso mercado de capitais. Uma idéia geral da evolução e características do mercado pode ser obtida através dos resultados da Tabela 1. A expansão do mercado futuro de ações em 1979 e, principalmente, em 1980 fica evidente na tabela. O volume financeiro negociado no mercado expandiu-se em cerca de 300%, em valores reais, em 1980. A expansão da quantidade de ações negociada foi também da mesma ordem no ano de 1980. Entretanto, o comportamento do mercado em 1981 tem sido errático. Até setembro o mercado mostrava evidentes sinais de estabilização mas nos recentes meses de outubro e novembro o volume de negócios se acelerou bastante.

TABELA 1 — Sumário Geral de Negócios no Mercado Futuro

	Volume Financeiro Negociado[a]					Quantidade Negociada[d]			Número de Ações/Tipo
	Total		Estatais			Total	Estatais	%[c]	
	Nominal	Real[b]	Nominal	Real[b]	%[c]				
1979	14.476	14.476	11.492	11.492	79	7.186	5.627	78	171
1980	127.327	57.522	117.799	53.217	93	31.882	28.553	90	140
1981[e]	130.154	34.844	120.978	32.388	93	29.708	25.712	87	68

Notas: [a] Cr$[6].

[b] Com base no Índice de Preços por Atacado — Disponibilidade Interna.

[c] Percentagem do volume financeiro e quantidade de ações estatais em relação ao total de ações.

[d] 10^6.

[e] Até 30.09.81 inclusive.

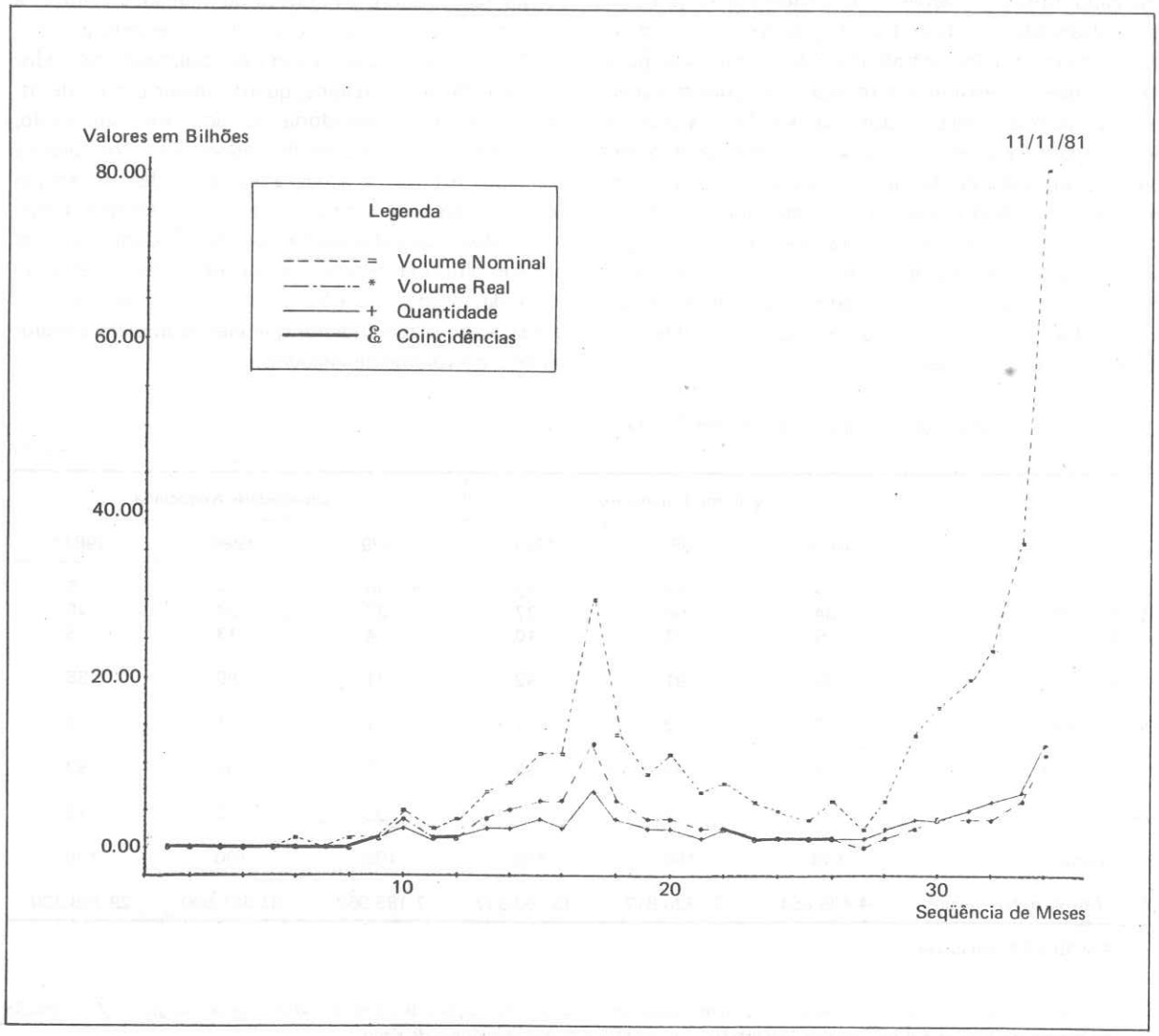
16 A modificação foi introduzida através da Resolução nº 672 de 31 de dezembro de 1980 do Banco Central do Brasil.

17 Ver, por exemplo, a discussão de BVRJ [5] sobre a atuação de investidores institucionais.

Considerando-se as transações efetuadas em 1981, até 30 de setembro, o mercado futuro de ações mostra uma tendência de estagnação. Os 130 bilhões negociados representavam uma redução, em valores reais, relativamente ao mesmo período de 1980. Entretanto, nos recentes meses de outubro e novembro o mercado futuro de ações negociou 80 bilhões e 100 bilhões, respectivamente. O volume negociado nesses dois meses foi superior ao dos outros nove meses e elevou o total já negociado em 1981 para 310 bilhões. Isto já representa uma expansão do mercado, em valores reais, em relação a todo o ano de 1981. Pode-se ainda prever que esta expansão se acentuará com os resultados de dezembro do corrente ano. A Figura 1 apresenta os volumes nominal e real bem como a quantidade negociada no mercado futuro de ações, mês a mês, desde janeiro de 1979 e até outubro de 1981. Os resultados observados para quantidades de ações negociadas mostram uma expansão moderada de cerca de 30% em base média anual até setembro de 1981, mas as quantidades também explodem nos recentes meses de outubro e novembro. No último mês de novembro de 1981, 12,65 bilhões de ações foram negociadas no mercado futuro de ações.

Um importante aspecto do mercado futuro de ações é a redução observada no número de ações negociadas. Em 1979, 171 papéis foram negociados no mercado futuro de ações; em 1980 este número se reduziu para 140 papéis. Em 1981, até o mês de setembro, esta tendência de redução se mantém e apenas 68 papéis foram negociados. Em suma, os papéis que vieram desenvolvendo e mantendo o seu mercado continuam a ser negociados. Os papéis que não desenvolvem um mínimo de liquidez em seus mercados deixam de ser negociados. A redução de papéis negociados é pois o resultado de um processo natural e auto-regulado de depuração de mercado.

FIGURA 1 – A Evolução de Volume e Quantidade no Mercado Futuro (Mês 1: Janeiro 1979; Mês 34: Outubro 1981)



A Tabela 1 apresenta ainda uma característica do mercado futuro de ações em todo o seu período de negociações: a concentração das negociações em ações de empresas sob controle estatal. A participação de ações de empresas estatais no volume financeiro negociado atingiu 79% em 1979 e elevou-se para 93% nos mais recentes anos de 1980 e 1981. A proporção de ações de empresas estatais na quantidade de ações negociadas também é da mesma ordem e bastante elevada. Esta porporção, que era de 78% em 1979, elevou-se para 90% em 1980, sofrendo uma pequena redução para 87% no mais recente ano de 1981. Mais ainda: a concentração dos negócios em ações de empresas estatais em poucas ações torna-se evidente observando-se os resultados da Tabela 2. Apenas três ações, BB PP, PETR PP e VALE PP, concentram a maior parte dos negócios em ações de empresas estatais e em todo o mercado futuro de ações. Nos mais recentes anos de 1980 e 1981 estas ações representam um pouco mais de 90% do volume financeiro total negociado e um pouco mais que 85% da quantidade total negociada no mercado futuro de ações. Esta concentração já havia sido observada por Ness *et alii* [7]. A evidência empírica da concentração, entretanto, não forma base para afirmar que o mercado futuro seja, em si, um mecanismo operacional concentrador. Na realidade, a própria instabilidade reguladora, que vigorou no período em análise (principalmente no que afetava o comportamento do arbitrador vista-futuro), ampliou, por diversas vezes, o risco de liquidações por entrega física, o que levou os compradores a preferirem se posicionar em títulos de liquidez no mercado à vista. Um exemplo típico desta afirmação foi a introdução do IOF nas operações longas na base.

A concentração e a distribuição dos negócios no mercado futuro de ações podem ser melhor examinadas considerando-se diretamente as curvas de concentração do mercado nos diversos períodos de negociação. A Tabela 3 apresenta as 10 ações mais negociadas em termos de volume financeiro em cada um dos anos do período estudado. Com os dados da Tabela 3 prosseguiu-se para obter as curvas de concentração que são apresentadas na Figura 2. Pode-se observar que em 1980 a curva de concentração elevou-se significativamente em relação a 1979. No mais recente ano de 1981, a curva de concentração manteve-se aproximadamente no mesmo nível da curva de concentração de 1980. Estes resultados indicam que nos períodos mais recentes o mercado futuro de ações tornou-se mais concentrado. A análise de concentração, porém, deve ser interpretada à luz da evolução institucional do mercado para que não se confundam as características de um mercado com as conseqüências de dispositivos reguladores ou institucionais. Além disso, a explicação natural da concentração do mercado futuro de ações nas três ações estatais envolve considerações sobre a natureza de mercados futuros, e de distribuição de risco. Como foi observado por Brito [2], mercados futuros são essencialmente mercados de risco. Nestes mercados, quanto maior o nível de risco associado à mercadoria ou ao título envolvido, maior será o seu volume de negociações. No caso de mercados futuros de ações, a relevância de risco até para o processo de formação de preços decorre diretamente dos resultados de Merton [6].[18] Como as ações das três empresas estatais são talvez as mais sujeitas ao risco de rápida oscilação de preços no mercado, não chega a ser surpreendente que elas acumulem a maior parcela do volume de negócios.

TABELA 2 – A Distribuição dos Negócios em Estatais

(em %)

	Volume Financeiro			Quantidade Negociada		
	1979	1980	1981*	1979	1980	1981*
BB PP	36	17	45	30	19	35
PETR PP	34	50	37	37	57	45
VALE PP	6	24	10	4	13	5
Subtotal	76	91	92	71	89	85
Outros Estatais	3	2	1	7	1	2
Total Estatais	79	93	93	78	90	87
Não Estatais	21	7	7	22	10	13
Total Geral	100	100	100	100	100	100
Valor Absoluto Nominal	14.475.854	127.326.817	130.153.677	7.185.960	31.881.600	29.708.330

* Até 30.09.81 inclusive.

18 O preço de um contrato futuro está diretamente associado ao preço de opções de compra (*calls*) e de venda (*puts*). A formação de preços de opções é discutida por Merton [6] que mostra a direta relevância de risco.

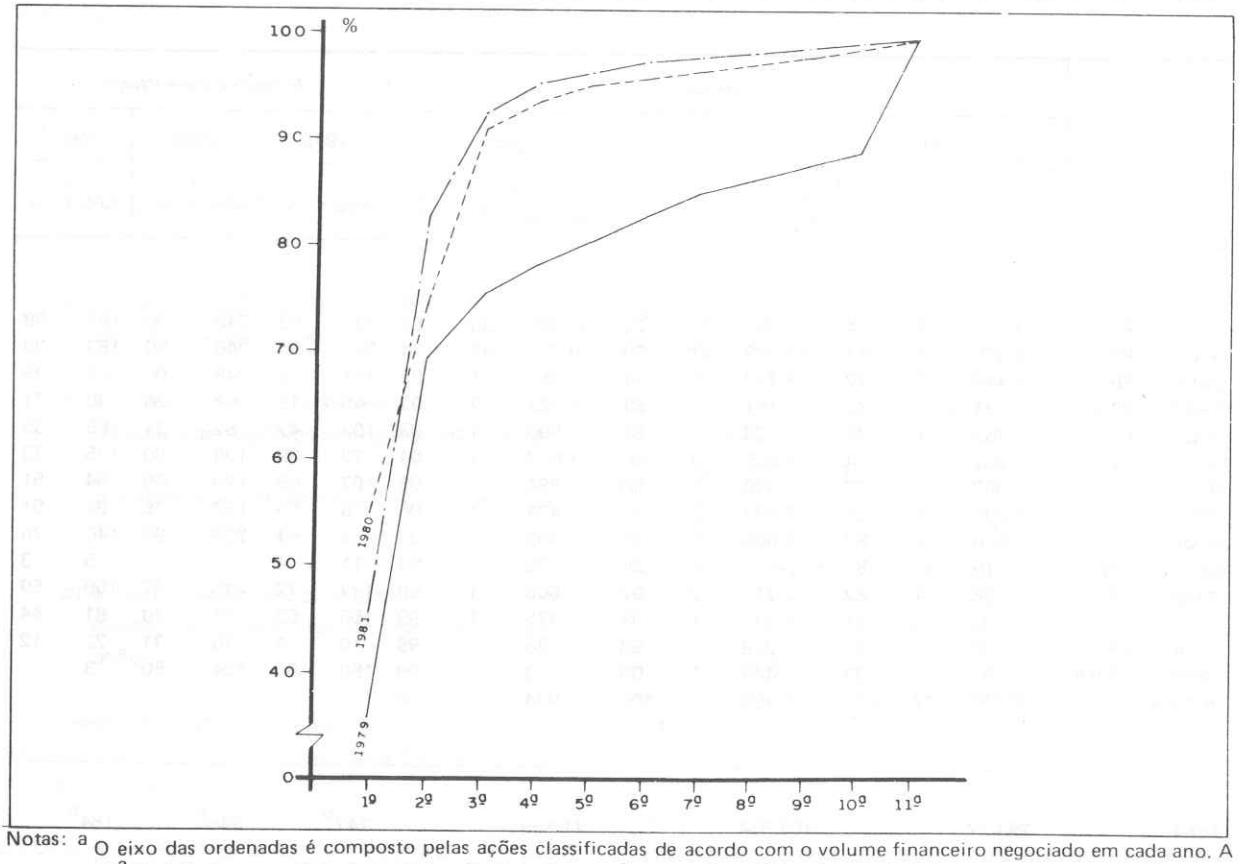
Uma discussão explícita dos efeitos de risco sobre volume de negócios pode ser feita considerando-se as ações da Cia. Vale do Rio Doce em 1980. Como é do conhecimento geral o "Caso Vale" ocorrido em março de 1980 promoveu uma rápida e significativa distorção nos preços de VALE PP. Acompanhando o maior nível de risco da ação em 1980, a sua participação no volume financeiro negociado no mercado futuro de ações disparou de 6% em 1979 para 24% em 1980.[19] Com a estabilização do comportamento da ação e das medidas governamentais com relação à ação em 1981, a sua participação no volume de negócios reduziu-se bastante atingindo apenas 10%.

TABELA 3 – As 10 Ações Mais Negociadas em Volume Total

Ordem	1979			1980			1981*		
	Ação/Tipo		%	Ação/Tipo		%	Ação/Tipo		%
1	BB	PP	35,6	PETR	PP	50,5	BB	PP	45,2
2	PETR	PP	34,2	VALE	PP	24,4	PETR	PP	37,5
3	VALE	PP	5,9	BB	PP	16,9	VALE	PP	9,7
4	BELG	OP	2,6	SAMI	OP	2,0	WHMT	PP	3,4
5	ACES	OP	2,6	DOCA	OP	1,5	CRUZ	OP	0,9
6	BRHA	PP	2,2	BELG	OP	0,8	DOCA	OP	0,8
7	MANM	OP	2,0	MANM	OP	0,7	BELG	OP	0,6
8	LAME	OP	1,5	BRHA	PP	0,7	BRHA	PP	0,3
9	CRUZ	OP	1,3	ACES	OP	0,7	SAMI	OP	0,3
10	SAMI	OP	1,0	JUTA	PP	0,2	BB	ON	0,2

* Abrange apenas o período janeiro/setembro.

FIGURA 2 – Curvas Acumuladas de Concentração de Volume – Ações



Notas: a O eixo das ordenadas é composto pelas ações classificadas de acordo com o volume financeiro negociado em cada ano. A 11ª Posição é o somatório da participação de todas as ações que não as 10 mais negociadas.

b A curva de 1981 abrange apenas o período janeiro/setembro.

[19] Nos meses de fevereiro, março, abril e maio de 1980 a proporção de negócios em VALE PP eleva-se para 27,3%, 46,21%, 45,4% e 19,37% do volume negociado, respectivamente. A associação entre risco e volume negociado no mercado futuro de ações deve ser evidente.

A própria Petrobrás também representa interessante caso específico. A política de divulgação de informações da empresa tem sido questionada e reflete-se numa grande variabilidade de seus preços em períodos curtos de tempo. Também não surpreendentemente a ação da PETR PP veio acumulando uma grande participação do volume de negócios no mercado futuro de ações no recente ano de 1980 e no período analisado de 1981. Em suma, a grande concentração dos negócios no mercado futuro em ações de empresas estatais pode ser atribuída às características de maior risco associado a estas empresas decorrente das características da ação governamental no setor.

Outros aspectos importantes das negociações do mercado futuro de ações são: a distribuição do número de negócios, a freqüência de participação em pregões e a participação de negociações diretas no mercado. Os resultados para as ações que estiveram entre as 10 mais negociadas em qualquer dos anos no período 1979-81 são apresentados nas Tabelas 4 e 5. Como seria de se esperar, a concentração observada em termos de volume e quantidade negociada se estende à distribuição do número de negócios em todos os anos do período. A freqüência anual de participação em pregões de uma forma geral eleva-se de 1979 para 1980, apresentando uma redução, em geral, no mais recente período de 1981. A proporção de volume financeiro direto em negociações das três ações estatais mais importantes reduziu-se de 1979 para 1980, e manteve-se praticamente estável em 1981. Mais ainda, para estas três ações a proporção de negociações diretas no volume financeiro é pequena sendo em média de cerca de 8% nos mais recentes anos de 1980 e 1981. Para as demais ações da amostra o comportamento é errático a nível individual, mas em termos de média, a participação e a proporção de negociações diretas no volume financeiro são razoavelmente estáveis, existindo apenas um pequeno acréscimo em 1981 que deve ser atribuído ao comportamento atípico de LAME OP/OS que apresentou 96% de seus negócios em operações diretas. O quadro geral é de concentração no número de negócios com redução de freqüência de participação em pregões e manutenção de uma proporção estável de operações diretas nas negociações do mercado futuro de ações no recente ano de 1981.

TABELA 4 — Número e Freqüência dos Negócios em Diversas Ações

		Número de Negócios									Freqüência em Pregões					
		1979			1980			1981[a]			1979		1980		1981[a]	
		Nº de Negócios	%	Σ	Nº de Negócios	%	Σ	Nº de Negócios	%	Σ	ABS	%	ABS	%	ABS	%
BB	PP	10.018	34	34	23.566	22	22	23.585	33	33	230	93	248	100	183	99
PETR	PP	9.875	33	67	51.248	48	70	29.221	41	74	231	94	246	99	183	99
VALE	PP	1.448	5	72	18.737	17	87	7.651	11	85	161	65	248	100	182	99
WHMT	PP	91	—	72	191	—	87	4.822	7	92	45	18	64	26	130	71
CRUZ	OP	263	1	73	128	—	87	506	1	93	103	42	52	21	65	35
DOCA	OP	207	1	74	1.665	2	89	1.017	1	94	72	29	199	80	135	73
BELG	OP	952	3	77	1.326	1	90	884	1	95	167	68	170	69	94	51
BRHA	PP	1.025	4	81	2.007	2	92	424	1	96	136	55	187	75	94	51
SAMI	OP	606	2	83	3.636	3	95	959	1	97	133	54	228	91	140	76
BB	ON	19	—	83	—	—	95	25	—	97	11	4	—	—	5	3
MANM	OP	1.188	4	87	2.217	2	97	605	1	98	177	72	215	87	109	59
ACES	OP	1.093	4	91	1.335	1	98	475	1	99	156	63	174	70	81	44
JUTA	PP	20	—	91	219	—	98	88	—	99	10	4	76	31	22	12
LAME	OP/OS	696	2	93	486	1	99	3	—	99	160	65	124	50	3	—
OUTRAS		2.136	7	100	1.193	1	100	934	1	100						
Total		29.637			107.954			71.199			247[b]		248[b]		184[b]	

Notas: [a] Até 30.09.81 inclusive.

[b] Total de pregões.

TABELA 5 — Características de Negociações Diretas em Diversas Ações

		Volume Financeiro Direto						Quantidade Direta					
		1979		1980		1981[a]		1979		1980		1981[a]	
		ABS[b]	%	ABS[b]	%	ABS[b]	%	ABS[c]	%	ABS[c]	%	ABS[c]	%
BB	PP	700.465	14	2.387.025	11	5.615.612	10	317.477	15	667.124	11	1.026.265	10
PETR	PP	572.155	12	5.122.298	8	2.995.418	6	319.949	12	1.438.370	8	852.985	6
VALE	PP	127.354	15	2.581.580	8	1.130.977	9	46.141	15	314.737	8	146.403	9
WHMT	PP	7.332	16	170.338	80	790.131	18	3.560	18	65.224	82	334.010	16
CRUZ	OP	61.818	32	27.892	44	372.147	32	28.512	34	7.800	44	54.326	33
DOCA	OP	45.566	39	804.581	43	486.586	48	13.461	37	242.044	43	231.715	48
BELG	OP	87.089	24	178.419	18	179.762	25	47.434	24	40.739	17	63.743	24
BRHA	PP	73.387	23	143.108	17	109.999	27	39.365	24	74.633	17	47.237	26
SAMI	OP	28.885	21	385.938	15	80.472	21	20.532	20	110.197	14	51.119	20
BB	ON	22.823	72	—	—	275.568	95	15.200	71	—	—	51.698	96
MANN	OP	46.754	17	221.203	25	42.945	16	34.325	16	112.792	26	26.539	16
ACES	OP	111.074	30	280.199	34	31.216	17	89.212	30	146.314	35	27.395	18
JUTA	PP	—	—	76.570	26	4.958	3	—	—	12.518	23	999	3
LAME	OP/OS	50.314	23	59.641	25	16.605	96	21.194	24	21.211	25	5.400	96

Nota: [a] Até 30.09.81 inclusive.

[b] Em Cr$ 1.000.

[c] Em 1.000 ações.

A DISTRIBUIÇÃO DE NEGÓCIOS NO MERCADO DE CORRETORAS

O número de corretoras ativas no mercado futuro de ações aumentou de 67 para 70 de 1979 para 1980. Nos primeiros nove meses de 1981 este número reduziu-se para apenas 66 corretoras. Esta seção vai analisar as características e a distribuição dos negócios no mercado de corretoras, estudando:

a) a concentração e distribuição do volume financeiro de negócios;

b) a concentração e distribuição do volume financeiro de negócios em operações diretas;

c) o percentual de negociações diretas internamente nas corretoras e

d) a participação de corretoras associadas a conglomerados financeiros no mercado futuro de ações.

Após obter-se a participação de cada corretora nos negócios do mercado futuro de ações, decidiu-se separá-las em quatro grupos:

GRUPO A — abrange as cinco corretoras com maior volume de negócios no mercado futuro;

GRUPO B — abrange o segundo grupo com as 10 corretoras seguintes com maior volume de negócios;

GRUPO C — abrange o terceiro grupo com as 10 corretoras seguintes com maior volume de negócios e

GRUPO D — abrange as corretoras ativas que não foram incluídas em nenhum dos grupos anteriores.

As características gerais da distribuição do volume de negócios das corretoras de cada grupo no mercado futuro de ações são apresentadas na Tabela 6. Os resultados relevantes para a análise da concentração do volume financeiro de negócios são apresentados nas três últimas colunas da Tabela 6. O Grupo A das maiores corretoras reduz a sua participação nos negócios de 33% para 21% de 1979 para 1980, mas a eleva para 28% até setembro de 1981. Os Grupos B e C mantêm uma fração de mercado praticamente estável em todo o período 1979-1981. O Grupo D, entretanto, tem um comportamento simétrico ao observado para o Grupo A elevando a sua participação em 1980 mas reduzindo-a em 1981. Em suma, o Grupo A perdeu mercado para o Grupo D em 1980 mas recuperou uma parcela do mercado perdido em 1981. O deslocamento de mercado em direção a uma menor concentração em 1980 pode ser observado nas curvas acumuladas de concentração de volume financeiro da Figura 3. A curva de 1979 é mais elevada que a de 1980, indicando que em 1980 um maior número de corretoras deteve uma menor fração do mercado que se desconcentrou. Por outro lado, o comportamento das curvas de concentração de 1981 é oposto, ele se eleva em relação a 1980 indicando uma maior concentração de mercado.

TABELA 6 – Características Gerais do Mercado de Corretoras

Grupo	Intervalo de Participação[a]			Número de Corretoras	Concentração de Volume Financeiro[d]		
	1979	1980	1981[b]		1979	1980	1981[b]
A	5.36 – 9.94	3.57 – 5.17	5 – 6.76	5	33	21	28
B	2.55 – 3.65	2.47 – 3.35	2.16 – 4.69	10	30	29	29
C	1.66 – 2.43	1.75 – 2.34	1.38 – 1.89	10	19	20	19
D	0 – 1.56	0 – 1.67	0 – 1.34	outras[c]	18	30	24

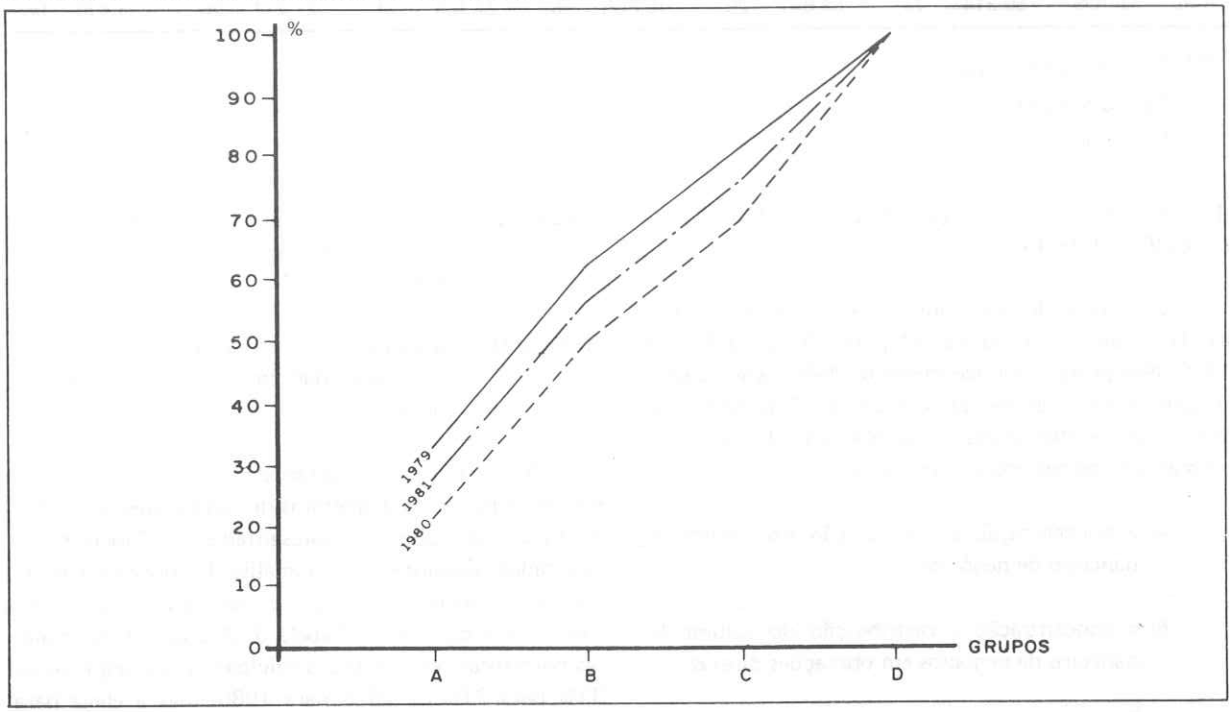
Notas: [a] Participação de cada corretora em volume financeiro, no mercado futuro de ações.

[b] Até 30.09.81 inclusive.

[c] 1979 – 42 corretoras.
1980 – 45 corretoras.
1981 – 41 corretoras.

[d] Em percentuais.

FIGURA 3 – Curvas Acumuladas de Concentração de Volume Financeiro – Corretoras



Nota: A curva de 1981 abrange apenas o período janeiro/setembro.

Os resultados da concentração de volume financeiro em operações diretas são apresentados nas primeiras colunas da Tabela 7. Como o mercado de operações diretas é o mais rentável para a atuação das corretoras, parece ser relevante examinar o seu comportamento. Os resultados indicam uma desconcentração significativa do mercado em 1980 relativamente ao ano inicial de 1979. Em 1980, o Grupo A das maiores corretoras reduz sua parcela no mercado de operações diretas de 51% para 32%, uma queda de 19%. As corretoras do Grupo B mantiveram o seu mercado praticamente estável. As perdas de mercado das corretoras do Grupo A foram quase que integralmente capitalizadas pelas menores corretoras dos Grupos C e D que mais que duplicam a sua participação no mercado em 1980. A tendência de desconcentração no mercado de operações diretas reverteu-se em 1981. Neste ano, até setembro, as corretoras do Grupo A aumentaram a sua parcela de mercado para 46%, uma elevação de 14%, que foi proveniente principalmente das corretoras dos Grupos B e C mas que também atingiu as corretoras do Grupo D. As tendências gerais do mercado de operações diretas podem ser observadas nas curvas acumuladas de concentração da Figura 4. A desconcentração de 1980 é bastante nítida com a redução do nível de sua curva de concentração. Por outro lado, a curva de 1981 eleva-se indicando a maior concentração observada.

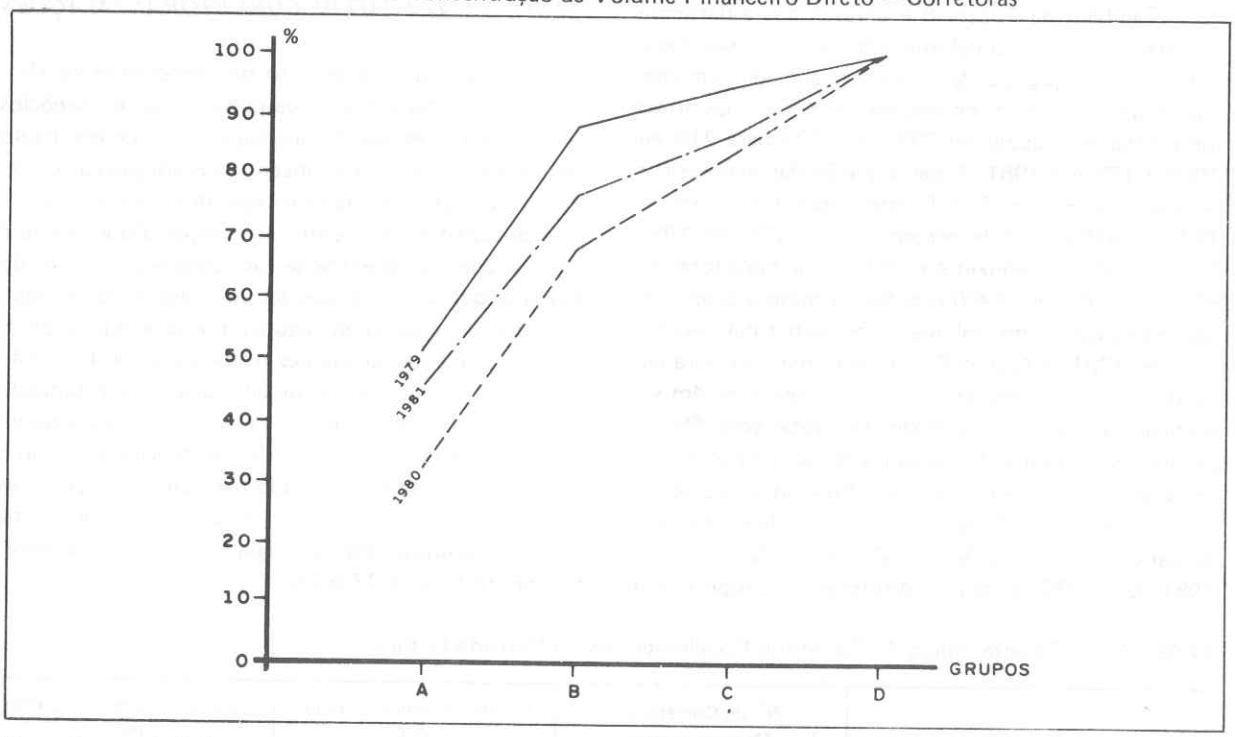
TABELA 7 – A Distribuição dos Negócios por Grupos de Corretoras

(em %)

Grupo	Volume Financeiro Direto Negociado			Média Interna de Volume Financeiro Direto		
	1979	1980	1981*	1979	1980	1981*
A	51	32	46	17	9	9
B	37	36	30	14	8	4
C	7	16	11	4	4	3
D	5	16	13	2	2	2

* Até 30.09.81 inclusive.

FIGURA 4 – Curvas Acumuladas de Concentração de Volume Financeiro Direto – Corretoras



Nota: A curva de 1981 abrange apenas o período janeiro/setembro.

A maior concentração no rentável mercado de operações diretas em 1981 pode ser devida a decisões estratégicas das maiores corretoras de aumentarem os seus esforços neste segmento de mercado, mas também pode ser atribuída à maior concentração de volume financeiro total observada em 1981. Para distinguir entre estas duas hipóteses alternativas este trabalho vai examinar os percentuais de volume financeiro direto em relação ao volume financeiro total negociado através de cada corretora. As médias dos resultados das corretoras de cada grupo são apresentadas nas últimas colunas da Tabela 7 para cada ano do período examinado. Pode-se observar a tendência geral de redução dos percentuais das médias internas do volume financeiro direto em todo o período 1979-1981. A redução dos percentuais médios internos das maiores corretoras – Grupos A e B – em 1980 foi bastante significativa e da ordem de 50%. Em 1981, a redução mais significativa foi observada nas corretoras do Grupo B, mas pequenas reduções foram observadas também nas corretoras do Grupo C. Os resultados indicam que as corretoras ainda não estão se preocupando em se diferenciar por transações diretas no seu quadro de decisões estratégicas. A maior concentração no rentável mercado de operações diretas pode ser atribuída à maior concentração observada no volume financeiro total negociado.

A atuação das corretoras associadas a conglomerados financeiros foi também examinada. O número de corretoras conglomeradas, suas características gerais e distribuição de negócios por grupos são apresentadas nas três primeiras colunas da Tabela 8. Em 1979 eram

13 corretoras conglomeradas ativas no mercado futuro de ações, sendo que uma das cinco maiores corretoras do Grupo A era associada a conglomerado. Em 1980 nenhuma corretora do Grupo A é conglomerada, não obstante o número total de corretoras tenha aumentado para 14. As corretoras do Grupo B, que eram três em 1979, elevam-se para cinco em 1980. Em 1981, o Grupo B deixa de ter duas corretoras que passam uma para o Grupo A e outra para o Grupo C. O número total de corretoras volta a cair para 13, como em 1979. O Grupo C de quatro corretoras em 1979 passa a ter apenas duas em 1980 e três em 1981. O Grupo D aumentou de cinco corretoras em 1979 para sete em 1980 e assim permanece em 1981.

Também na Tabela 8 é apresentada a participação das corretoras conglomeradas nos volumes totais e diretos e na quantidade de ações negociadas, em cada ano. A participação de corretoras conglomeradas no volume total se reduziu de 23% em 1979 para 21% em 1980 e 18% em 1981. A participação das maiores corretoras dos Grupos A e B que negociaram 15% em 1979 e 1980 eleva este percentual para 20% em 1981. O Grupo C que reduziu seu número de corretoras em 50% de 1979 para 1980 reduziu na mesma proporção sua participação no volume financeiro total negociado. Em 1981, o Grupo C recupera uma corretora elevando o total do grupo para três e eleva também sua participação no volume financeiro total para 5%. As corretoras do Grupo D passam a ter participação cada vez mais significativa no volume total ao longo do período estudado.[20] O volume financeiro direto negociado cai de 27% em 1979 para 23% em 1980 e 18% em 1981. Em 1979, as cinco corretoras do Grupo D têm participação insignificante no volume financeiro direto, assim, as oito corretoras conglomeradas restantes são responsáveis pelos 27% de negociações de volume direto. Em 1980 a situação é semelhante, as sete corretoras do Grupo D têm participação desprezível e os 23% negociados em volume direto se dividem em 20% para as cinco corretoras conglomeradas do Grupo B e 3% para as duas corretoras conglomeradas do Grupo C. Em 1981, apesar do volume financeiro direto negociado pelo total das corretoras conglomeradas reduzir-se para 18%, este percentual se mostra bem mais diluído entre os quatro grupos do que nos anos anteriores.

A ESPECIALIZAÇÃO DE CORRETORAS EM AÇÕES

Um importante aspecto de negociações de títulos em mercados é o grau de pulverização de negócios através de corretoras. Se as negociações de um título em mercado são muito concentradas em poucas corretoras fica evidenciado um processo de especialização.[21] Este processo de concentração e especialização não é necessariamente prejudicial ao desenvolvimento do mercado pois pode representar um maior nível de liquidez para os negócios em títulos. Ele só será prejudicial se estiver gerando distorções no processo de formação de preços. Nesta seção o trabalho prossegue estudando a especialização de corretoras pelas ações negociadas no mercado futuro de ações. Inicialmente será estudado o período 1979/80 em separado para uma amostra mais abrangente de 70 ações. Em seguida o período total 1979 – setembro 1981 será analisado com uma amostra mais restrita de 37 ações.

TABELA 8 – Características de Corretoras Conglomeradas no Mercado Futuro

Grupo	Nº de Corretoras Conglomeradas			Volume Financeiro Total (%)			Volume Financeiro Direto (%)		
	1979[a]	1980[b]	1981[c,d]	1979	1980	1981[d]	1979	1980	1981[d]
A	1	–	1	6	–	5	11	–	6
B	3	5	2	9	15	5	13	20	5
C	4	2	3	8	4	5	3	3	4
D	5	7	7	–	2	3	–	–	3
Total Conglomeradas	13	14	13	23	21	18	27	23	18

Notas: [a] Duas corretoras conglomeradas estiveram inativas no mercado futuro de ações em 1979.

[b] Duas corretoras conglomeradas estiveram inativas no mercado futuro de ações em 1980.

[c] Três Corretoras conglomeradas estiveram inativas no mercado futuro de ações em 1981.

[d] Até 30.09.81 inclusive.

20 O comportamento da quantidade total negociada por grupos de corretoras conglomeradas foi idêntico ao observado para o volume total. Os resultados só não foram incluídos na Tabela 7 para evitar duplicidade.

21 Na realidade as corretoras líderes, em caso de concentração, desempenham um papel bastante semelhante ao dos *specialists* no mercado americano.

Para estudar a especialização das corretoras por tipo de ação em 1979 e 1980 foram selecionadas as 100 ações mais negociadas em cada ano. Este grupo de 100 ações era responsável em 1979 por 99,64% do volume financeiro negociado total e em 1980 ele representou praticamente a totalidade dos negócios no mercado futuro de ações. Para esse grupo de 100 ações nos anos de 1979 e 1980, computou-se a participação de cada corretora no volume financeiro total negociado de cada ação e no volume financeiro de negociações diretas. As participações das três corretoras líderes foram somadas tanto para o volume financeiro total negociado, como para o volume financeiro direto negociado. Selecionou-se então o grupo de ações da amostra que foram negociadas em 1979 e em 1980. Obteve-se um grupo de 70 ações que são apresentadas nas colunas relativas a 1979 e 1980 da Tabela 9, com suas participações no volume financeiro total negociado, em cada ano.

Em seguida o trabalho evolui para abordar as relações entre o volume financeiro e a concentração da participação das três corretoras líderes no volume financeiro negociado e entre o volume financeiro e a concentração da participação das três corretoras líderes no volume direto negociado, para 1979 e 1980. As relações foram examinadas através de três coeficientes de correlação com seus testes –t de significância estatística:

a) correlação simples;

b) correlação ordinal de Spearman e

c) correlação ordinal de Kendall.

Os coeficientes de correlação simples medem a relação simples entre os níveis absolutos das variáveis. É possível que os níveis absolutos das variáveis não sejam correlacionados mas a ordenação por elas induzida seja correlacionada. Os coeficientes de correlação ordinal de Spearman e Kendall testam o grau de concordância na ordenação através das variáveis volume e concentração de mercado.[22]

Os coeficientes de correlação e os resultados dos testes –t são apresentados na Tabela 10. A correlação entre volume financeiro e concentração da participação das três corretoras líderes no volume financeiro negociado tem valores de t bastante elevados e todos significantes ao nível de 1%. Pode-se afirmar que há uma tendência de que as ações com maiores participações no volume financeiro total sejam negociadas de maneira menos concentrada, ou seja, através de um número maior de corretoras diferentes, tanto em 1979 como em 1980.

Os resultados para os coeficientes de correlação entre volume financeiro e concentração das três corretoras líderes no volume direto negociado são também apresentados na Tabela 10. Eles não são conclusivos, nem todos os valores t são significativos e apenas os coeficientes de correlação de ordem em 1979 mostram significância. Estes resultados devem ser atribuídos a características do mercado de operações diretas. A nível numérico, para um grande número de ações menos negociadas as corretoras ou detêm 100% do mercado de operações diretas ou não existem tais operações. Tal dicotomia reduz a eficiência dos estimadores e contribui para os resultados observados.

A especialização das corretoras por ação no período agregado de 1979, 1980 e até 30 de setembro de 1981 foi também analisado. Inicialmente computou-se a participação de cada corretora no volume financeiro total negociado e no volume financeiro de negociações diretas de todas as 68 ações transacionadas em 1981, até 30 de setembro. As participações das três corretoras líderes foram somadas tanto para o volume financeiro total, como para o volume financeiro direto negociado. Foram selecionadas, então, das 68 ações negociadas em 1981, aquelas que estiveram entre as 100 mais negociadas nos anos de 1979 e 1980. Obteve-se um grupo de 37 ações cujos resultados são apresentados nas colunas relativas a 1981 da Tabela 9.

Como foi observado anteriormente, o número de ações negociadas a futuro reduziu-se de 140 em 1980 para 68 em 1981. A Tabela 9 permite tirar importantes conclusões sobre as características das ações que estiveram entre as 100 mais negociadas em 1979 e 1980 e que deixaram de ser negociadas em 1981. As 33 ações nesta categoria apresentam o símbolo N nas colunas relativas a 1981 da Tabela 9. A proporção do volume financeiro negociado em cada uma destas ações inscrita, na maioria dos casos, entre 0,1 e 0,2% em 1979, reduz-se oscilando entre 0,05 e 0,1% em 1980. Eram, em geral, ações que apresentavam grande concentração de negócios com as corretoras líderes detendo acima de 80% do volume total e detendo 100% dos negócios diretos em pelo menos um dos dois anos. Em suma, as ações que deixaram de ser negociadas em 1981 eram ações que nunca tiveram participação ativa no mercado e cujos negócios foram estimulados por algumas poucas corretoras. Quando o mercado destas ações não se desenvolveu, elas se retiraram dos negócios. Aliás, este é o processo natural de amadurecimento de mercados.

[22] Uma discussão dos coeficientes de correlação ordinal aparece em Siegel [8]. O número de observações e de ações disponíveis permitiu a utilização dos procedimentos de grandes amostras e de testes –t.

TABELA 9 – A Distribuição e Especialização dos Negócios em Ações Selecionadas

(em %)

Ação/Tipo		Participação no Volume Financeiro			Concentração no Volume Total[a]			Concentração no Volume Direto[b]		
		1979	1980	1981[c]	1979	1980	1981[c]	1979	1980	1981[c]
ACES	OP	2,57	0,65	0,14	35,53	36,30	39,10	63,45	75,24	68,00
ALPA	OP	0,03	0,01	N[d]	100	100	N	100	100	N
ALPA	PP	0,29	0,04	N	83,91	100	N	93,72	100	N
ARAT	OP	0,03	0	0	50,28	52,19	100	99,70	78,11	0
ARTX	PP	0,25	0,03	N	91,40	96,97	N	100	100	N
BB	PP	35,61	16,92	45,23	24,38	14,83	20,10	54,18	37,93	48,70
BCRM	PP	0,06	0,01	N	100	100	N	100	100	N
BELG	OP	2,60	0,77	0,55	35,71	26,57	43,02	57,41	66,59	69,50
BERJ	PP	0,08	0	0	97,59	100	100	100	100	100
BESP	PP	0,17	0,01	0,17	94,32	100	49,02	100	100	99,99
BFER	PP	0,12	0,01	N	100	88,31	N	0	0	N
BNB	PP	0,07	0,01	0,01	54,65	80,39	99,22	100	0	100
BOZI	PP	0,16	0,03	0,03	47,03	64,53	69,98	84,15	100	100
BRHA	OP	0,13	0,08	0,05	67,43	90,07	100	96,33	100	100
BRHA	PP	2,20	0,68	0,31	28,65	25,60	41,98	65,92	46,80	69,40
CGUA	OP	0,04	0,02	0	100	100	100	100	100	100
CMIG	PP	0,07	0	0	76,16	94,96	100	100	0	0
CMT	OP	0,02	0	N	100	100	N	100	0	N
COBR	PP	0,17	0,02	N	100	90,77	N	100	100	N
CORI	PP	0,14	0	0	75,34	84,00	87,26	80,63	100	100
CRUZ	OP	1,31	0,05	0,89	59,95	62,45	61,66	91,94	88,18	89,46
CSBR	PP	0,72	0,02	0	56,97	68,38	90,01	76,92	95,98	100
CSR	PP	0,16	0,02	0	97,77	98,24	100	100	100	100
CSSP	PP	0,06	0	N	56,03	62,63	N	67,55	100	N
DOCA	OP	0,81	1,49	0,79	49,69	43,56	55,56	83,67	75,79	100
ELUM	OP	0,02	0	N	100	93,13	N	100	100	N
ERIC	OP	0,27	0,01	N	95,00	63,84	N	100	100	N
FBAN	PP	0,04	0,01	N	100	99,46	N	0	100	N
FERB	PP	0,06	0,01	N	48,19	84,31	N	100	0	N
FERO	PP	0,06	0	0	71,17	67,22	77,99	100	100	0
FERT	PP	0,17	0,07	0,08	51,63	93,29	47,42	93,01	99,60	85,08
FORD	OP	0,62	0,17	N	77,69	84,35	N	87,90	100	N
FORD	PP	0,27	0,06	N	95,46	79,56	N	100	100	N
II	PP	0,04	0,01	N	100	100	N	100	100	N
ITAU	PP	0,20	0,01	N	100	100	N	100	0	N
JUTA	PP	0,05	0,23	0,12	68,91	57,31	70,99	0	92,50	71,22
LAIT	OP	0,24	0,04	0	95,17	63,80	87,47	99,99	98,42	100
LAME	OP/OS	1,48	0,19	0,01	31,26	27,02	100	47,04	55,99	100
LOBR	PP	0,14	0	0	58,56	84,01	100	0	100	100
MANG	ON	0,09	0,05	N	100	100	N	100	100	N
MANM	OP	1,95	0,68	0,21	28,72	25,88	33,31	48,98	61,46	59,75
MANM	PP	0,22	0,09	0,04	47,17	76,13	58,22	90,89	98,64	100
MASS	PP	0,02	0	N	100	100	N	100	100	N
MDEI	MB	0,07	0,03	N	100	100	N	100	100	N
MFLU	OP	0,43	0,05	0,05	89,61	81,72	63,12	100	100	100
MONA	OP	0,02	0	N	86,42	100	N	100	100	N
NOVA	OP	0,20	0,03	0	66,56	67,50	89,46	92,98	100	0
PAIN	PP	0,47	0,09	0,10	86,40	100	83,58	100	100	100
PETR	ON	0,02	0	N	93,61	100	N	100	0	N
PETR	PP	34,19	50,48	37,48	27,75	16,45	20,00	58,87	27,93	41,78
PHEB	PP	0,03	0,03	N	100	97,81	N	100	100	N
PIRE	OP	0,11	0,04	0,05	97,84	100	90,34	100	100	100
PTIP	PP	0,03	0	0	74,62	100	89,49	0	100	0
RIOG	PP	0,26	0,03	0,01	67,26	78,57	46,25	100	95,12	80,39
SAMI	OP	0,97	1,98	0,29	39,68	24,43	29,00	64,22	61,24	87,24
SERG	PP	0,07	0,01	N	100	100	N	100	100	N
SIFC	PP	0,03	0	N	100	100	N	0	0	N
SOLO	PP	0,11	0	N	68,36	100	N	100	100	N
SVX	OP	0,23	0,02	0	81,66	87,89	99,99	98,45	100	100
TERJ	OE	0,02	0	N	88,60	100	N	100	100	N
TERJ	PE	0,15	0,01	N	59,55	94,98	N	100	100	N
TNS	PP	0,01	0	N	100	100	N	0	0	N
TREL	OP	0,05	0	N	79,25	100	N	100	0	N
TUPY	OP	0,12	0,02	0	90,40	100	100	100	0	0
UNIP	PE	0,09	0	N	42,83	66,75	N	100	0	N
USO	OP	0,04	0	N	72,71	100	N	100	100	N
VALE	PP	5,88	24,40	9,69	26,86	16,69	23,05	50,25	29,48	49,68
VILA	PP	0,03	0	N	96,49	100	N	100	0	N
VSAM	OP	0,13	0,01	N	76,15	88,81	N	87,50	100	N
WHMT	OP	0,32	0,17	3,36	47,68	80,71	25,85	94,19	95,63	62,48

Notas: [a] Concentração da participação das três corretoras líderes no volume financeiro negociado.

[b] Concentração da participação das três corretoras líderes no volume direto negociado.

[c] Até 30.09.81 inclusive.

[d] Nas colunas relativas a 1981, o símbolo N indica que a ação não foi negociada no ano.

TABELA 10 – Coeficientes de Correlação para Ações Negociadas em 1979 e 1980

	Volume Financeiro x Concentração Volume Total		Volume Financeiro x Concentração no Volume Direto	
	1979	1980	1979	1980
Coeficiente de Correlação	-0,42	-0,50	-0,17	-0,22
Teste T	3,81*	4,72*	1,43	1,82
Coeficiente de Kendall	-0,45	-0,45	-0,30	-0,14
Teste T	5,51*	5,49*	3,73*	1,76
Coeficiente de Spearman	-0,58	-0,56	-0,36	-0,08
Teste T	5,85*	5,64*	3,18*	0,70

* Significância ao nível de 1%.

As relações entre o volume financeiro e a concentração da participação das três corretoras líderes no volume financeiro negociado e entre o volume financeiro e a concentração da participação das três corretoras líderes no volume direto negociado foram também estudadas para o grupo das 37 ações do período global 1979 – setembro 1981. Foram usados os mesmos três coeficientes de correlação com seus testes –t de significância estatística utilizados no estudo das 70 ações do período 1979/80. Os resultados são apresentados na Tabela 11.

A correlação entre volume financeiro e concentração da participação das três corretoras líderes no volume financeiro negociado também apresenta valores de t bastante elevados e todos significantes ao nível de 1%. Estes resultados são consistentes com os observados para a amostra de 70 ações do período 1979/80. Ratifica-se, então, que há uma tendência de que ações com maiores participações no volume financeiro total sejam negociadas de maneira menos concentrada pelas corretoras.

Os resultados para os coeficientes de correlação entre volume financeiro e concentração das três corretoras no volume financeiro direto negociado para o período 1979 – setembro 1981 são também apresentados na Tabela 11. Neste período os coeficientes de correlação ordinal de Kendall e Spearman apresentam significância a nível de 1% ou a nível de 5% nos anos de 1979 e 1980. O próprio coeficiente de correlação simples mostra significância ao nível de 5% em 1980. Estes resultados contrastam com os observados na Tabela 10 para a amostra de 70 ações do período 1979/80. A diferença de resultados tem que ser atribuída às 33 ações que deixaram a amostra em 1981. Como foi discutido anteriormente, estas ações tendem a apresentar ou total concentração das negociações diretas nas três corretoras líderes ou ausência de quaisquer negociações diretas. Esta dicotomia é precisamente o que reduz a eficiência dos estimadores dos coeficientes de correlação e prejudicava os resultados anteriores. Ao retirar-se os casos extremos da amostra a associação entre volume de negócios e concentração de negociações em operações diretas emergiu. Em 1979 e 1980, não só a significância aparece mas o nível absoluto dos coeficientes em geral sobe, indicando que as ações menos negociadas tendem a ter suas negociações diretas mais concentradas. Entretanto, no mais recente período de 1981 esta associação parece ter desaparecido e nenhum coeficiente é significante. Esta é mais uma evidência de amadurecimento do mercado futuro.

TABELA 11 - Coeficientes de Correlação para Ações Negociadas em 1979, 1980 e 1981 (até 30.09.81 inclusive)

	Volume Financeiro x Concentração Volume Total			Volume Financeiro x Concentração no Volume Direto		
	1979	1980	1981	1979	1980	1981
Coeficiente de Correlação	-0,44	-0,50	-0,49	-0,22	-0,36	-0,19
Teste T	2,93[a]	3,41[a]	3,35[a]	1,32	2,29[b]	1,16
Coeficiente de Kendall	-0,49	-0,52	-0,69	-0,42	-0,36	-0,19
Teste T	4,31[a]	4,59[a]	6,07[a]	3,72[a]	3,15[a]	1,65
Coeficiente de Spearman	-0,66	-0,68	-0,81	-0,44	-0,36	-0,17
Teste T	5,21[a]	5,50[a]	8,23[a]	2,89[a]	2,27[b]	0,99

Notas: [a] Significância ao nível de 1%.

[b] Significância ao nível de 5%.

ANÁLISE COMPARATIVA COM O MERCADO À VISTA DE AÇÕES

Nesta seção busca-se comparar algumas das características do mercado futuro com o mercado à vista. A Tabela 12 apresenta um sumário geral dos negócios nos dois mercados desde 1979, ano da criação do mercado futuro. Os resultados indicam que o mercado futuro de ações expandiu-se cerca de 300% em valores reais em 1980. No mesmo período o mercado à vista sofreu uma pequena retração em termos de volume financeiro negociado.[23] No recente ano de 1981, o mercado futuro de ações continua crescendo em termos de volume real negociado; entretanto, o mercado à vista mostra perdas em termos de volume real negociado. Numa base média mensal o mercado à vista retraiu-se em cerca de 50% nos nove meses iniciais de 1981 em relação à média mensal de volume negociado em 1980. As quantidades de ações negociadas nos dois mercados mostram um comportamento semelhante. Em 1980 a quantidade negociada no mercado futuro de ações expande-se bastante e o mercado à vista mostra uma expansão de apenas 30%. Em 1981, o mercado futuro apresenta uma expansão de cerca de 25% na quantidade negociada, enquanto o mercado à vista mostra uma retração de cerca de 10%.

Os negócios tanto no mercado à vista quanto no mercado futuro têm-se mostrado bastante concentrados em ações de empresas estatais, como pode ser observado nas Tabelas 12 e 13. A concentração do volume de negócios em empresas estatais tem sido crescente nos dois mercados. Entretanto, os níveis absolutos de concentração são diferentes e o mercado futuro mostra um nível de concentração de volume bem superior ao do mercado à vista. As ações de empresas estatais representaram em 1981 93% do volume negociado no mercado futuro e apenas 55% do volume negociado no mercado à vista. O comportamento dos dois mercados com relação a participação de ações de empresas estatais na quantidade de ações negociadas é diferente. O mercado futuro eleva a sua participação, de 1979 para 1980, de 78% para 90% da quantidade de ações negociadas, mostrando no mais recente ano de 1981 uma ligeira retração para 87% da quantidade de ações. O mercado à vista, contrariamente, vem mostrando uma contínua redução da participação de ações de empresas estatais na quantidade de ações negociadas. De qualquer forma, no recente ano de 1981, a conjuntura nos dois mercados é de leve expansão ou manutenção no volume financeiro negociado com retração na quantidade de ações negociadas. Estes resultados sugerem uma elevação de nível de preços das ações estatais no período mais recente, o que pode ser facilmente constatado.

TABELA 12 – Sumário Geral de Negócios – BVRJ

	1979				1980				1981[a]			
	Vista		Futuro		Vista		Futuro		Vista		Futuro	
	%	ABS	ABS	%	%	ABS	ABS	%	%	ABS	ABS	%
Volume Financeiro												
Total												
Nominal		27.738	14.476			57.819	127.327			36.448	130.154	
Real[b]	100	27.738	14.476	100	100	26.121	57.522	100	100	9.758	34.844	100
Estatais												
Nominal		12.320	11.492			30.931	117.799			20.046	120.978	
Real[b]	44	12.320	11.492	79	53	13.974	53.217	93	55	5.367	32.388	93
Quantidade												
Total	100	15.593	7.186	100	100	20.416	31.882	100	100	13.694	29.708	100
Estatais	49	7.623	5.603	78	47	9.580	28.540	90	42	5.818	25.712	87
Nº de Ações/Tipo		832	171			848	140			723	68	

Notas: [a] Até 30.09.81.

[b] Deflacionado pelo IPA-DI.

23 Esta pequena retração já tinha sido observada por Brito [3]. Ela é consistente com a seqüência de retrações que são observadas no mercado à vista desde 1976.

TABELA 13 – Mercado à Vista – Distribuição dos Negócios em Estatais

(em %)

	Volume Financeiro			Quantidade Negociada		
	1979	1980	1981*	1979	1980	1981*
BB ON	9	9	8	10	8	6
BB PP	14	14	22	13	12	13
PETR PP	14	17	16	14	15	13
VALE PP	3	10	6	4	4	2
Subtotal	40	50	52	41	39	34
Outros Estatais	4	3	3	8	8	8
Total Estatais	44	53	55	49	47	42
Não Estatais	56	47	45	51	53	58
Total Geral	100	100	100	100	100	100
Valor Absoluto	27.737.967	57.819.073	36.448.484	15.592.833	20.416.276	13.693.734

* Até 30.09.81.

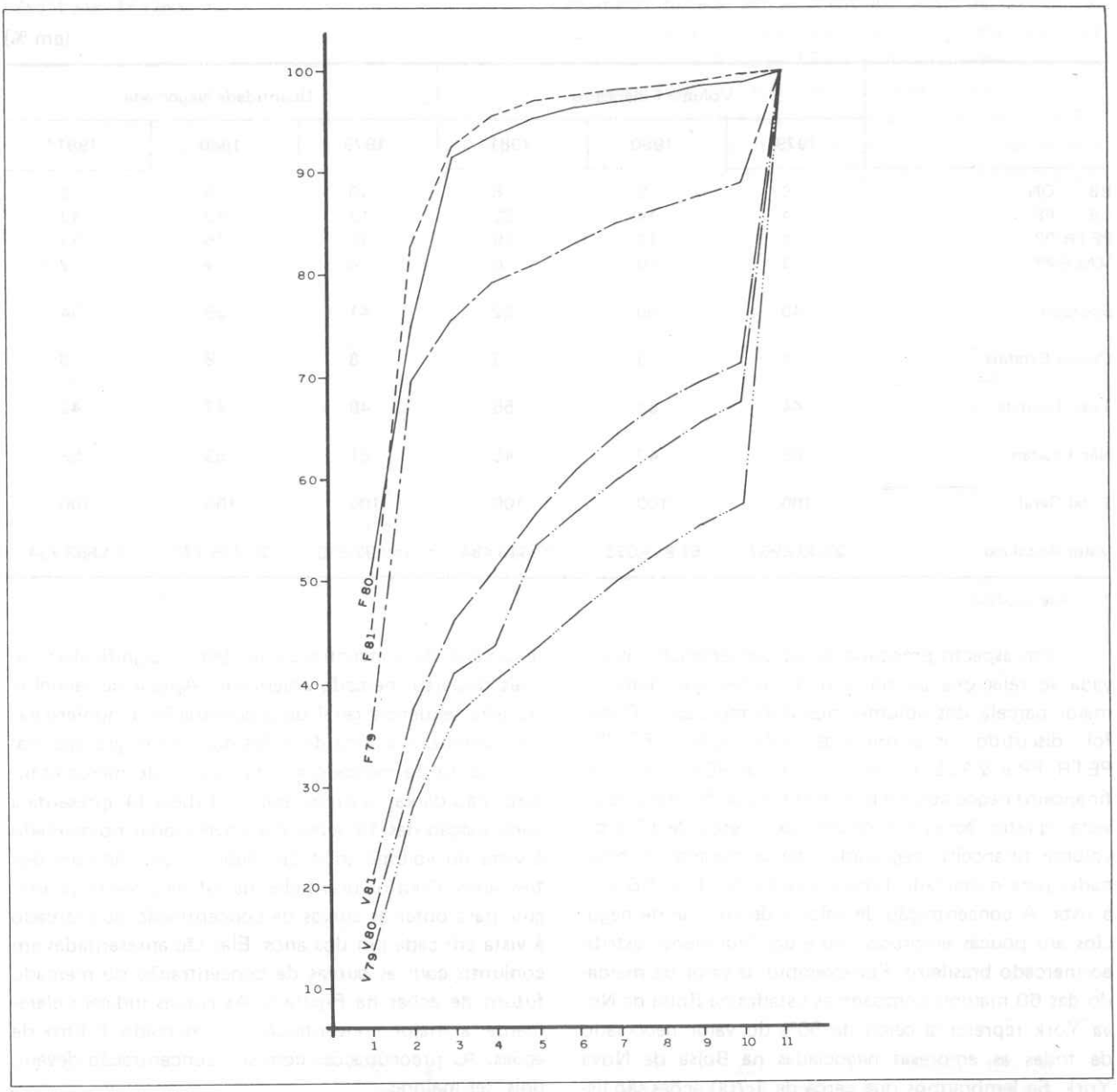
Um aspecto preocupante da concentração observada se relaciona ao número de ações que detêm a maior parcela dos volumes nos dois mercados. Como foi discutido anteriormente, três ações (BB PP, PETR PP e VALE PP) detêm cerca de 90% do volume financeiro negociado no mercado futuro. No mercado à vista, quatro ações respondem por cerca de 50% do volume financeiro negociado; são as mesmas mencionadas para o mercado futuro acrescentando-se BB ON à lista. A concentração de valor e de volume de negócios em poucas empresas não é um fenômeno restrito ao mercado brasileiro. Por exemplo, o valor de mercado das 60 maiores companhias listadas na Bolsa de Nova York representa cerca de 50% do valor negociado de todas as empresas negociadas na Bolsa de Nova York. Se lembrarmos que cerca de 1.700 ações são listadas na Bolsa de Nova York, podemos observar que o fenômeno de concentração também é significativo no mais disperso mercado americano. Apesar de reconhecer esta tendência geral de concentração, o número extremamente reduzido de ações que detêm grandes frações, tanto do mercado à vista quanto do mercado futuro, não deixa de preocupar. A Tabela 14 apresenta a participação das 10 ações mais negociadas no mercado à vista no volume total de negócios, em cada um dos três anos. Com os resultados da tabela pode-se prosseguir para obter as curvas de concentração do mercado à vista em cada um dos anos. Elas são apresentadas em conjunto com as curvas de concentração do mercado futuro de ações na Figura 5. As curvas indicam claramente a maior concentração do mercado futuro de ações. As preocupações com sua concentração devem, pois, ser maiores.

TABELA 14 – As 10 Mais Negociadas em Volume Total

Ordem	1979		1980		1981*	
	Ação/Tipo	%	Ação/Tipo	%	Ação/Tipo	%
1	BB PP	14,1	PETR PP	16,9	BB PP	21,7
2	PETR PP	13,8	BB PP	13,9	PETR PP	16,2
3	BB ON	8,8	VALE PP	10,3	BB ON	8,3
4	BELG OP	3,7	BB ON	8,8	VALE PP	5,4
5	LAME OP	3,4	BRHA PP	3,6	WHMT OP	5,2
6	BRHA PP	3,3	DOCA OP	3,6	CRUZ OP	4,0
7	VALE PP	3,1	BELG OP	2,9	BRHA PP	3,7
8	CRUZ OP	2,9	SAMI OP	2,8	DOCA OP	2,9
9	MANM OP	2,4	BRHA OP	2,6	LAME OS	2,0
10	ACES OP	2,2	LAME OP	2,2	BELG OP	2,0

* Até 30.09.81.

FIGURA 5 – Curvas Acumuladas de Concentração de Volume: Mercados à Vista (V) e Futuro (F)



Notas: a O eixo das ordenadas é composto pelas ações classificadas de acordo com o volume financeiro negociado em cada ano. A 11ª Posição é o somatório da participação de todas as ações que não as 10 mais negociadas.

b As curvas de 1981 abrangem apenas o período janeiro/setembro.

É interessante observar o comportamento de negociações diretas no mercado à vista e no mercado futuro. A Tabela 15 apresenta a proporção de volumes financeiros diretos e de quantidade direta nos negócios de todas as ações que estiveram entre as 10 mais negociadas no mercado à vista em qualquer dos anos de 1979-81.[24] A proporção de volume financeiro direto e quantidade direta nos negócios das ações no mercado à vista apresenta comportamento errático a nível individual. Entretanto, em termos de média geral, a participação e a proporção de negociações diretas no mercado à vista são crescentes em todos os anos do período observado. Este comportamento contrasta com aquele observado no mercado futuro discutido anteriormente. No mercado futuro de ações, os resultados indicam uma proporção estável de negociações diretas no período.

24 Observe-se que as listas de ações que estiveram entre as 10 mais negociadas nos mercados à vista e futuro, em qualquer ano do período, diferem apenas em duas ações.

TABELA 15 – Mercado à Vista – Características de Negociações Diretas em Diversas Ações

		Volume Financeiro Direto						Quantidade Direta					
		1979		1980		1981[a]		1979		1980		1981[a]	
		ABS[b]	%	ABS[b]	%	ABS[b]	%	ABS[c]	%	ABS[c]	%	ABS[c]	%
BB	PP	446.449	11	1.160.164	14	1.581.647	19	255.491	12	336.176	14	333.177	20
PETR	PP	375.802	10	962.260	10	1.207.110	20	225.487	10	296.726	10	387.763	21
BB	ON	1.125.764	46	2.794.710	55	298.061	10	678.099	44	911.726	56	70.776	9
VALE	PP	68.524	8	341.454	6	286.669	15	30.285	8	46.823	5	52.252	18
WHMT	OP	59.232	15	86.801	10	263.575	14	23.395	14	32.799	10	137.943	15
CRUZ	OP	97.598	12	37.189	5	164.744	11	33.334	10	12.334	5	30.358	9
BRHA	PP	73.060	8	306.892	15	330.909	24	44.160	8	175.643	15	156.079	24
DOCA	OP	68.351	14	778.934	38	577.127	54	32.588	16	252.078	37	265.990	51
LAME	OP/OS	99.465	10	82.135	7	222.429	30	45.081	10	30.306	6	65.794	29
BELG	OP	80.110	8	91.669	5	72.666	10	44.062	8	24.511	5	26.942	10
MANM	OP	52.196	8	67.869	7	57.187	13	44.705	8	37.106	7	39.763	13
BRHA	OP	52.896	25	248.037	17	334.799	76	35.524	26	114.513	17	128.611	75
ACES	OP	90.683	15	157.388	24	52.565	21	86.658	16	105.101	26	54.269	21
SAMI	OP	28.629	6	125.376	8	20.399	10	22.820	6	36.376	7	14.827	10
MÉDIA			14		16		23		14		16		23

Notas: [a] Até 30.09.81.
[b] Em Cr$ 1.000.
[c] Em 1.000 ações.

Também parece relevante examinar a distribuição dos negócios no mercado de corretoras tanto para o mercado futuro quanto para o mercado à vista. Para consistência com a análise anterior do mercado futuro, as corretoras ativas no mercado à vista foram separadas em quatro grupos. O Grupo A contém as cinco maiores corretoras em volume negociado no mercado à vista, o Grupo B contém as 10 corretoras que se seguem, o Grupo C as outras 10 seguintes e o Grupo D o agregado de todas as outras corretoras ativas no mercado à vista.

A distribuição do volume de negócios pelas corretoras de cada grupo é apresentada na Tabela 16. Os resultados das três últimas colunas indicam que no mercado à vista as maiores corretoras do Grupo A vêm aumentando a sua parcela de mercado no período 1979-81. As corretoras dos Grupos B e C vêm reduzindo a sua participação no mercado e as corretoras do Grupo D mostram comportamento errático no período. A distribuição dos negócios entre corretoras no mercado à vista é semelhante à observada no mercado futuro.[25]

TABELA 16 – Características Gerais do Mercado de Corretoras

Grupo	Intervalo de Participação[a]			Número Corretoras	Concentração Volume Financeiro[d]		
	1979	1980	1981[b]		1979	1980	1981[b]
A	3,8 – 8,02	3,28 – 8,17	4,21 – 12,35	5	26	27	32
B	2,13 – 3,16	1,77 – 3,06	1,55 – 3,92	10	27	23	24
C	1,5 – 2,09	1,51 – 1,73	1,25 – 1,54	10	18	16	14
D	0 – 1,49	0 – 1,45	0 – 1,24	outras[c]	29	34	30

Notas: [a] Participação de cada corretora em volume financeiro, no mercado à vista e em %.
[b] Até 30.09.81 inclusive.
[c] 1979 – 54.
1980 – 50.
1981 – 47.
[d] Em percentuais.

25 Com efeito, traçando-se as curvas de concentração da distribuição de negócios por corretoras em todos os anos, nos dois mercados pode-se observar que elas se misturam bastante. Isto indica uma distribuição e concentração semelhantes nos dois mercados.

Os resultados da distribuição dos negócios de corretoras no mais rentável mercado de operações diretas no mercado à vista são apresentados na Tabela 17. Estes resultados podem ser comparados com a equivalente Tabela 7 relativa ao mercado futuro. No mercado futuro, a participação do Grupo A das maiores corretoras no agregado de operações diretas se desconcentra, enquanto uma situação inversa ocorre para o agregado de operações diretas no mercado à vista. A tendência de concentração no mercado de operações diretas à vista já tinha sido observada por Brito [3] e Brito e Menezes [4]. Observa-se na Tabela 17 que as participações dos Grupos C e D no volume financeiro direto negociado se reduzem em todos os anos do período. As Tabelas 17 e 7 apresentam também os percentuais de volume financeiro direto em relação ao volume financeiro total negociado por cada corretora. Esta relação representa o chamado percentual médio interno de volume financeiro direto negociado. Os resultados mostram que o mercado futuro apresenta percentuais médios dos grupos sensivelmente inferiores aos observados no mercado à vista. Além disso, observa-se no mercado futuro uma tendência geral de redução dos percentuais médios internos de volume financeiro direto, no período, o que não ocorre no mercado à vista. Parece evidente que algumas corretoras tomaram decisões estratégicas no sentido de aumentarem seus esforços de fechar operações diretas no mercado à vista não se preocupando em se diferenciar neste tipo de operação no mercado futuro. As corretoras parecem mais despertas para o atrativo mercado de operações diretas no mercado à vista.

As características das operações de corretoras conglomeradas no mercado à vista e no mercado futuro são apresentadas nas Tabelas 18 e 8. Observa-se que as corretoras estão bem mais diluídas nos diversos grupos no mercado à vista do que no mercado futuro. Elas apresentam uma distribuição mais uniforme ao longo dos três anos do período estudado no mercado à vista. O volume financeiro total por elas negociado vem aumentando sensivelmente no mercado à vista, enquanto uma situação oposta ocorre no mercado futuro. Ressalta-se principalmente a elevação da participação do Grupo A no volume financeiro total, que passa de 14% em 1979 para 22% em 1981, no mercado à vista. As participações no volume financeiro direto negociado no mercado à vista são apresentadas nas três últimas colunas da Tabela 18. Fica clara a decisão estratégica das corretoras conglomeradas, principalmente as do Grupo A, que mais que dobram sua participação no rentável mercado de operações diretas à vista. Entretanto, conforme foi destacado anteriormente, uma situação oposta configura-se no mercado futuro, com a observada queda da participação das corretoras conglomeradas no volume financeiro direto.

TABELA 17 – A Distribuição dos Negócios por Grupos de Corretoras no Mercado à Vista

(em %)

Grupo	Volume Financeiro Direto			Média Interna de Vol. Financ. Direto		
	1979	1980	1981*	1979	1980	1981*
A	45	56	60	21	25	24
B	31	17	21	14	9	11
C	10	9	6	7	6	5
D	14	18	13	4	5	6

* Até 30.09.81.

TABELA 18 – Características de Corretoras Conglomeradas no Mercado à Vista

Grupo	Nº de Corretoras Conglomeradas			Volume Financeiro Total %			Volume Financeiro Direto %		
	1979	1980[a]	1981[b]	1979	1980	1981[b]	1979	1980	1981[b]
A	3	3	3	14	16	22	21	32	47
B	2	1	3	5	3	8	6	1	9
C	3	4	2	5	7	3	1	4	1
D	7	7	7	4	5	5	4	2	4
Total Conglomeradas	15	15	15	28	31	38	32	39	61

Notas: [a] Uma corretora conglomerada esteve inativa no mercado à vista em 1980 e 1981.

[b] Até 30.09.81.

CONCLUSÕES

No período estudado, o mercado futuro de ações da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro mostrou relevantes características de comportamento. Em termos de volume negociado o mercado expandiu-se bastante e hoje representa quase 90% dos negócios da BVRJ. A maior parte dos negócios concentra-se em três ações de empresas estatais (BB PP, VALE PP e PETR PP) e o número de ações negociadas no mercado futuro vem se reduzindo continuamente no período. As ações que encontram liquidez e mercado continuam a ser negociadas a futuro, as que não encontram mercado se retiram dos negócios. Esta redução indica um maior amadurecimento do mercado futuro de ações com ganhos de liquidez para as ações que permanecem negociadas.

O mercado de corretoras apresenta uma distribuição de negócios semelhante à observada no mercado à vista, em termos de volume total. O mercado diluiu-se em 1980 e concentrou-se em 1981. Em termos de volume de negócios em operações diretas, os dois mercados mostram comportamento distinto. No mercado futuro de ações as operações diretas se mantêm em proporção estável e as corretoras maiores não parecem se diferenciar nestas operações. Já no mercado à vista o mercado de diretas mostra-se crescentemente concentrado em poucas corretoras e as maiores corretoras conglomeradas distinguem-se claramente.

Uma interessante associação pode ser observada entre volume de negócios e concentração de mercado nas ações negociadas no mercado futuro. As ações menos negociadas têm seus negócios mais concentrados em um reduzido número de corretoras. A análise da concentração do mercado também revela uma importante característica das ações que deixaram de ser negociadas no mercado futuro: elas eram ações que tinham seus negócios muito concentrados em poucas corretoras.

Finalmente, não se pode esquecer a grande instabilidade reguladora a que esteve sujeito o mercado futuro de ações desde sua criação. O nível de margens e sua composição oscilou, o tratamento fiscal mudou e até mesmo a responsabilidade imediata pela regulação do mercado se alterou. Esta instabilidade geral prejudica o desenvolvimento de qualquer mercado e o simples fato do mercado futuro de ações ter-lhe sobrevivido com expansão dá uma clara indicação de sua demanda pelos investidores.

BIBLIOGRAFIA

1 ARROW, K. "Futures Markets: Some Theoretical Perspectives", *Journal of Futures Markets,* vol. 1, n. 2, Summer 1981.

2 BRITO, N. "Aspectos Fundamentais de Negociações em Mercados Futuros", Relatório Técnico n.º 37, COPPEAD – Programa de Pós-Graduação em Administração, UFRJ, junho 1981.

3 BRITO, N. "O Mercado à Vista da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro em 1980", Relatório Técnico n.º 41, COPPEAD – Programa de Pós-Graduação em Administração, UFRJ, setembro 1981.

4 BRITO, N. & MENEZES, J. "A Evolução Recente do Mercado de Capitais para Decisões Estratégicas e Regulatórias", *Revista Brasileira de Mercado de Capitais,* setembro 1980.

5 Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, "Mercado Futuro – Participação de Investidores Institucionais", Tese submetida ao III Congresso Nacional de Sociedades Corretoras, outubro 1979.

6 MERTON, R. "Theory of Rational Option Pricing", *Bell Journal of Economics and Management Science,* vol. 4, n. 1, Spring 1973.

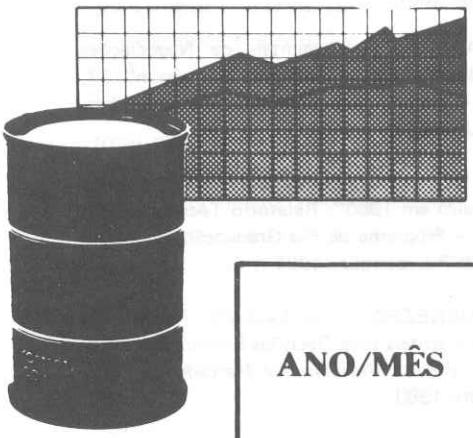
7 NESS, W.; TAVARES, M.; TEIXEIRA, J. "A Influência do Mercado Futuro sobre o Comportamento do Mercado à Vista", *Revista Brasileira de Mercado de Capitais,* setembro 1980.

8 SIEGEL, S. *Non Parametric Statistics,* New York, McGraw-Hill, 1956.

9 TELSER, L. – "Margins and Futures Contracts", *Journal of Futures Markets,* vol. 1, n. 2, Summer 1981.

10 WORKING, H. "Futures Trading and Hedging", *American Economic Review,* June 1953.

Aumenta a produção de petróleo



ANO/MÊS	PRODUÇÃO NACIONAL média diária em barris/dia	CONSUMO DE DERIVADOS média diária em barris/dia	EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO NACIONAL
março 1980	184.000	1.103.700	16,7 %
março 1981	224.000	967.600	23,2 %
março 1982	260.000	998.900	26,0 %

A participação do petróleo nacional no consumo, que era de 16,7% em março de 1980, aumentou para 26,0% em março de 1982. E o grande esforço que está sendo feito, elevará progressivamente a produção brasileira que em 7 de abril já atingiu o recorde de 281 mil barris diários.

NÓS ESTAMOS TRABALHANDO

PETROBRAS

PETRÓLEO BRASILEIRO S.A.

Ministério das Minas e Energia

Mercado Futuro de Ações: Sugestões para Expansão *

O presente estudo explicita as modificações introduzidas pela Instrução n.º 19 da CVM sobre as estratégias praticadas pelos investidores e estuda o impacto da atual estrutura de corretagem sobre a lucratividade das operações. Recomendamos a convivência simultânea de dois contratos — o contrato antigo à Instrução n.º 19 e o contrato posterior — e, a redução dos custos para os investidores. A redução de custos pode ser conseguida com a remuneração das margens, com a redução do nível ou freqüência da taxa de corretagem e com a incidência da margem apenas sobre o diferencial de valor nas operações de spread. É recomendado também a modificação da legislação referente à política de investimento dos investidores institucionais no sentido de facultar-lhes abrir posições no mercado.

This article makes explicit the impact of the modifications introduced by Instruction 19 of CVM on strategies executed by investors in the futures market of corporate shares. It also discusses the impact of the present structure of brokerage commissions on the profitability of transactions. We recommend the coexistence of two contracts — the contract before the Instruction 19 and the contract after — and the reduction of transactions costs for investors. The reduction of cost may be obtained with the remuneration of margins, the reduction of the brokerage commission, the frequency of its imposition, and the limitation of its incidence to only the differential of value in spread transactions. We recommend also the modification of the legislation related to investment policy of institutional investors in order to permit them to take open positions in the futures market.

INTRODUÇÃO

Mercados surgem para a satisfação da demanda por determinados tipos de serviços. O mercado futuro de ações, objeto do presente trabalho, não é uma exceção. O seu surgimento e florescimento está diretamente ligado ao fato de ser resultado de um processo obtido pelas próprias forças do mercado. Como tal, ele é a solução mais econômica para o atendimento da demanda dos investidores por determinados serviços.

Um contrato futuro confere a seu possuidor o direito de comprar ou vender uma quantidade estabelecida de determinado ativo (ações, por exemplo) a um preço pré-estabelecido em uma determinada data futura. O contrato, ao contrário do que ocorre com uma "opção", terá de ser necessariamente exercido caso seja levado a vencimento.

No instante em que o contrato é firmado, seu valor, no sentido do diferencial em relação ao seu custo, é nulo, pois o preço de exercício é igual ao preço futuro então vigente. Ao longo de sua vida, isto é, até o vencimento ou encerramento, o contrato mudará de valor na medida em que o preço futuro para o vencimento contratado sofra as alterações normais do mercado. Ao fi-

* Este trabalho reflete um consenso da Equipe Técnica do IBMEC sobre o assunto.

nal de cada dia de pregão, o valor do contrato é levado a zero pela *Clearing House* na atual configuração do contrato, sendo a diferença entre o preço futuro estabelecido no mercado ao final do dia e o preço futuro anteriormente contratado creditada ou debitada à conta do seu titular conforme seja o caso. No momento em que é firmado, o contrato futuro não exige investimento algum da parte do seu possuidor. O depósito de margem não deve ser encarado como um investimento, mas apenas como uma garantia de que as partes contratantes serão capazes de honrar com seus compromissos.

O fato do contrato futuro não exigir nenhum investimento em comparação aos valores contratados, tem levado muitas pessoas à errônea conclusão de tratar-se de uma operação com elevado grau de alavancagem financeira. Como em qualquer outra operação financeira, o grau de risco é estabelecido pelo investidor.

CONTRASTE ENTRE MERCADO FUTURO DE AÇÕES PELA ANTIGA SISTEMÁTICA E PELA SISTEMÁTICA INTRODUZIDA PELA INSTRUÇÃO Nº 19 DA CVM

A prática vigente anterior à introdução da Instrução nº 19 consistia em:

- Cobrar as perdas das posições vendedoras descobertas e das posições compradoras;
- Os ganhos de posições compradoras ou vendedoras eram liberados quando do encerramento da posição por reversão e
- As perdas das posições vendedoras cobertas não eram cobradas.

A nova sistemática introduzida pela Instrução nº 19 da CVM manda que a partir de 1º de março de 1982, os valores referentes a ganhos ou perdas decorrentes de diferenças entre os valores contratados e os valores atuais sejam diariamente creditados ou debitados às sociedades corretoras.

No Anexo I ao presente documento comparamos o fluxo de caixa e a rentabilidade da operação Vista-Futuro, tendo em vista a antiga e a nova sistemática introduzida pela Instrução nº 19 da CVM. Como podemos observar as principais diferenças consistem em:

- Quando do encerramento por reversão do contrato em qualquer momento $t < T$, antes do vencimento, o investidor, pela nova sistemática, já terá recebido ou pago ao longo da vida do contrato até t a maior parte da diferença entre o preço futuro em t e o preço futuro vigente quando ele realizou a operação, ou seja, período 0. Como conseqüência a rentabilidade da operação fica afetada como demonstramos no quadro e
- Pela antiga sistemática da maturidade do contrato tanto o recebimento quanto a rentabilidade já estavam pré-fixadas pelos valores iniciais. Desta forma, podia-se dizer que o investidor tinha uma rentabilidade mínima assegurada. Na nova sistemática a maior parte da diferença entre o preço futuro original e o preço futuro em T (igual ao preço à vista em T) já terá sido recebida ou paga ao longo da vida útil do contrato. Assim, em T o investidor receberá o preço à vista então vigente. É bom assinalar que a rentabilidade da operação se eleva até o vencimento na nova sistemática, poderá ser menor, igual ou maior à da sistemática antiga, dependendo da evolução da estrutura de taxas de juros no mercado, entre o período 0 a maturidade T e também do comportamento dos preços futuros neste período.

Em síntese, podemos dizer que o investidor que escolhe a estratégia venda coberta, pela nova sistemática, continua obrigado a vender o ativo objeto da transação ao preço originalmente contratado. A diferença reside no fato de que em virtude da movimentação diária de resultados, o investidor na nova sistemática receberá na maturidade o preço então vigente, e, não o preço originalmente contratado. A diferença entre estes dois preços já terá sido paga ou recebida ao longo da vida do contrato. O contrato antigo, por outro lado, permitia ao investidor uma forma tranqüila de fixar a qualquer momento o quanto receberia na maturidade do contrato T.

ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTOS

As estratégias já bastante familiares ao mercado futuro de ações da BVRJ são as operações de arbitragem vista-futuro, além das operações de compra e venda futuro sem contrapartida de uma operação no mercado à vista. Uma outra estratégia que poderá ser praticada, desde que determinadas condições sejam preenchidas, são as operações de *spread*.

AS ESTRATÉGIAS DE ARBITRAGEM VISTA-FUTURO

Estas operações podem ser caracterizadas como posições na base. A base de um contrato é a diferença entre o preço futuro e o preço à vista. Posições longas na base consistem na compra à vista e simultânea venda futura. São conhecidas como posições de aplicações. Posições curtas na base, consistem na venda à vista e si-

multânea compra futura. São conhecidas como posições de captação.

Na antiga sistemática, como vimos em II e no Anexo I, a remuneração de posições longas na base era incerta, mas estava fixada em um mínimo pela base quando o contrato era firmado. Pela sistemática atual, a remuneração do investidor longo na base continua dependendo da base na ocasião em que o contrato é firmado, no entanto, ele não tem uma remuneração mínima assegurada. Sua remuneração final, vai depender da associação entre as taxas de juros e os preços futuros. No caso do investidor curto na base, os custos eram incertos, mas atingiam um máximo que era dado pela base quando o contrato era firmado. Pela nova sistemática, estes custos continuam dependendo da base inicial podendo ser maiores, menores ou iguais e o fator determinante será dado pela associação entre as taxas de juros e os preços futuros.

A base de um contrato é, como estamos vendo, uma variável chave para a determinação da rentabilidade/custo nas operações de arbitragem vista-futuro. A BVRJ[1] publicou recentemente um estudo sobre a evolução da base cobrindo 78 contratos futuros em 10 ações abrangendo os vencimentos de junho de 1979 até julho de 1981. A seguir, reproduziremos alguns dados e conclusões de tal trabalho. Os dados são em termos da base relativa do contrato que é definida por:

$$\text{base relativa} = \frac{\text{preço futuro} - \text{preço à vista}}{\text{preço à vista}}.$$

O trabalho examina o impacto de comissões de corretagem e levanta a velocidade de convergência da base através do rompimento[2] de níveis, de 1 a 4%, 6% e 8%.

QUADRO I — Rompimento de Níveis por Contrato em Relação a Preços de Fechamento Referente ao Período de Janeiro de 1979 até Junho de 1981

(em Níveis %)

Período	1%	2%	3%	4%	6%	8%
Média	33	40	48	55	67	82
Máximo	96	96	108	146	149	149
Mínimo	10	12	21	27	38	48

Fonte: Tabela 2a, Brito e Gibbon, *op. cit.*

Para a devida apreciação dos dados do quadro acima, precisamos de informações sobre os níveis de corretagem praticados pelo mercado e do nível de taxas para aplicações em renda fixa ao longo do período estudado.

QUADRO II — Taxas de Corretagem

Valor de Operação Cr$ mil	Corretagem Aplicável	Encerramento	Liquidação
0 — 200	2.0%	8.0%	4.0%
200 — 600	1.5%	6.0%	3.0%
600 — 1200	1.0%	4.0%	2.0%
acima de 1200	0.5%	2.0%	1.0%

Fonte: Corretoras Diversas.

Deve ser mencionado que a corretagem incide sobre todas as pontas da operação. Assim, o investidor pagará a corretagem acima, quando compra no mercado à vista, quando faz o *hedge* no mercado futuro e quando encerra a posição por reversão. Quando o vendedor coberto vai a liquidação, só pagará a corretagem uma única vez quando da abertura da posição. As colunas 2 e 3 do Quadro II mostram o nível total que a taxa de corretagem atinge nos casos de encerramento e liquidação no vencimento, respectivamente.

Uma comparação dos Quadros I e II mostra:

— "A velocidade de convergência da base é de 1% por semana até a 30 dias do vencimento, o que implica em uma remuneração bruta média um pouco acima de 4% ao mês, o que se aproxima da média de taxas de juros de curto prazo do período utilizado." (Brito e Gibbon, *op. cit.*);

— Quem se posicionar em média a 33 dias do vencimento, só deverá fazê-lo para operação acima de Cr$ 1,2 milhões e, mesmo assim, deverá ir a liquidação. "Além disso, a taxa de remuneração de 1% para o último mês do vencimento, é anormalmente baixa, sugerindo ineficiência no processo de formação de preços nas proximidades do vencimento. Posições de *hedge* de captação e curtas na base a um mês do vencimento, oferecem rentabilidade extraordinárias, pois têm um custo de apenas 1%,

1 Brito, Ney R. O. e Gibbon, Vigílio H.S., A Evolução da Base.

2 A base do contrato tende a se anular no vencimento. Em períodos anteriores ao vencimento do contrato o preço futuro será maior que o preço à vista. A base relativa nos fornece uma medida percentual de quanto o preço futuro supera o preço à vista. O trabalho examina o processo de convergência da base para zero a partir do nível percentual de 8%. Dizemos que a velocidade de convergência da base é de 1% por semana, por exemplo, se a base relativa rompe o nível de 3% uma semana após romper o nível de 4%.

inferior, portanto à taxa de juros. A existência de restrições à venda curta ou a descoberta de ações no mercado à vista ao dificultar a arbitragem das oportunidades de ganhos extraordinários observadas, contribui para a ineficiência terminal do mercado e

– Um investidor sujeito a um nível de corretagem de 1% por ponta deverá abrir sua posição em média a mais de 40 dias do vencimento.

Em suma, a partir de determinado período os níveis de corretagem elevados, aliados à tendência de convergência da base, reduzem a liquidez intermediária de posições de *hedge* no mercado futuro.

Os efeitos de elevados níveis de corretagem, são, pois, duplos:

– eles reduzem a expansão do mercado ao impedir a abertura de novas posições, e, também,

– o giro do mercado ao diminuírem a liquidez intermediária de posições." (Brito e Gibbon, *op. cit.*).

A seguir, mostramos os resultados por vencimento, o que propicia um melhor entendimento das causas de evolução do mercado.

QUADRO III – Sumário dos Resultados por Data de Vencimento

Vencimento	Período de Estreitamento (de 6% para 3%)	Rompimento de 1%
06/79	16	54
09/79	18	29
12/79	18	36
02/80	29	32
06/80	26	36
08/80	12	30
10/80	16	24
12/80	14	36
02/81	12	24
04/81	25	18
06/81	19	17

Fonte: Tabela 3 de Brito e Gibbon, *op. cit.*

Segundo os autores citados, "os resultados da primeira coluna, indicam que os contratos de 02/80, 06/80 e 04/81, oferecem uma remuneração anormalmente baixa de 3% por 29, 26 e 25 dias, respectivamente. Fora estes resultados apresentados atípicos, a remuneração parecia ser de 3% por 18 dias no final de 79 e princípios de 80, e sofreu uma elevação para cerca de 3% por 14 dias ao final de 80 e princípios de 81. Neste período ela chegou a atingir 3% por 12 dias.

A remuneração de posições de *hedge* longe na base no final de 79 e princípios de 80 foi bastante favorável em relação a outras oportunidades de investimento, o que explica a rápida expansão do mercado futuro. No final de 80 e princípios de 81, a remuneração elevou-se e mostrou-se competitiva com os níveis das taxas.

Os resultados da coluna 2 do Quadro III mostram que o nível de 1% foi rompido em média a 54 dias do vencimento para os contratos de junho/79. Esta média reduziu-se a 17 dias para os contratos do mais recente vencimento, junho/81. Estes resultados sugerem uma baixa remuneração de posições longas na base no final das regociações dos contratos futuros. Eles indicam que a posição de captação curta na base oferece rentabilidade extraordinária, o que também indica alguma ineficiência terminal do mercado futuro. Estes resultados já tinham sido observados para as médias gerais do Quadro II. De qualquer modo, é interessante observar-se que o rompimento do nível de 1% vem ocorrendo mais próximo do vencimento para os contratos mais recentes. Estes resultados são considerados como ganhos de eficiência do mercado futuro no passado recente, uma conclusão que parece ser relevante." (Brito e Gibbon, *op. cit.*).

O exame dos resultados apresentados indica a necessidade de reduzir os custos de transação representados pelas comissões de corretagem. Boa parcela das posições tomadas no mercado futuro, são posições na base. Estas posições podem ser caracterizadas como posições essencialmente financeiras. Assim, elas competem diretamente com outras operações financeiras, quais sejam as aplicações no mercado aberto. Fora de uma faixa em torno da taxa de juros deve-se esperar grandes oscilações na demanda por posições na base no mercado futuro.

A introdução da taxa de corretagem negociável pode ser o instrumento mais flexível para trazer maior dinamismo ao mercado, pois daria aos interessados diretos nas operações do mercado futuro, instituições financeiras e investidores, uma forma rápida de se ajustarem às mudanças na lucratividade de operações na base *vis-à-vis* outras aplicações financeiras.

Outra alternativa é manter o controle institucional sobre as taxas de corretagem, mas reduzir seu nível ou freqüência de modo a estimular o aumento do volume de operações.

É possível que a demanda por operações a futuro seja elástica à mudança nas comissões de corretagem, o que implicaria no aumento simultâneo das receitas das sociedades corretoras e das dimensões do mercado, objetivo último da sugestão.

Em favor da primeira alternativa e contra a segunda, há o argumento de que toda competição não baseada em preços, evolui para outras formas nem sempre eficientes. O caso típico é a prestação de serviços gratuitos como o de análises de investimento. Como tais análises não são pagas diretamente — seu custo está incluído implicitamente na comissão de corretagem — sua qualidade pode ser questionada. Em contrapartida, há o risco da livre negociação das taxas de corretagem dar origem a uma espécie de concorrência predatória entre as corretoras, a qual poderia provocar sérias dificuldades para as instituições independentes. Uma solução poderia ser deixar livre a entrada de novas firmas sem a exigência de compra de carta-patente. Todavia, isso configuraria um tratamento discriminatório contra as corretoras estabelecidas, já que tal medida atingiria apenas um segmento do mercado financeiro.

POSSIBILIDADE DE CRIAÇÃO DE NOVAS ESTRATÉGIAS

Não é demais enfatizar a existência de razões econômicas para a realização dos mais variados tipos de estratégias. Por exemplo, como já observado, a existência de restrições à operação de venda a descoberto no mercado à vista pode estar contribuindo para a ineficiência no processo de formação de preços no mercado futuro ao redor das datas de vencimento do contrato.

A atual estrutura de corretagem, além de comprometer as estratégias já familiares ao mercado, impede o surgimento das operações de *spread*. Tais operações consistem na compra e venda simultânea de posições a futuro para prazos diversos. A diferença de preços entre dois futuros de vencimento diferentes sinaliza os investidores para mudanças no custo de transporte de ativos entre os períodos em consideração e, portanto, prestam um útil serviço ao investidor.

A introdução da movimentação contínua de resultados veio facilitar o surgimento de tais operações. No antigo contrato, os ganhos na ponta ganhadora não eram liberados ao passo que as perdas eram cobradas. No novo contrato, as perdas nas operações de *spread* praticamente não serão mais cobradas pois se compensarão, em medida, pelos ganhos da posição oposta.

A introdução da movimentação contínua de resultados, no entanto, não é condição suficiente para o aparecimento das operações de *spread*. Tais operações envolvem margens de ganhos reduzidos, o custo de transação torna-se de vital importância para a sua viabilização. As adaptações da regulamentação do mercado futuro a tais operações teriam de ser no sentido de minimizar os custos de transação e poderiam consistir em:

- Margem incidente sobre o diferencial do valor das duas posições e remunerada.

Em uma operação de *spread* é apenas o diferencial de valor das posições opostas que está em risco. Faz sentido assim que a margem seja estabelecida em função de tal diferencial dado que o único propósito da margem é assegurar que a obrigação assumida no contrato futuro será cumprida:

- Corretagem apenas na operação de encerramento do *spread* e

- Taxa de registro apenas no encerramento do *spread*.

UMA PROPOSTA DE REFORMULAÇÃO

O contrato anterior à Instrução nº 19 da CVM funcionou com razoável sucesso, embora com fases de desenvolvimento distintos. Como vimos, um aspecto fundamental para o desenvolvimento do mercado futuro de ações é o custo das operações. Acreditamos também que o próprio desenho do contrato deva vir de encontro às necessidades dos investidores. Neste espírito e tendo por base a experiência já adquirida com a implantação do mercado futuro de ações pela BVRJ em 1979 propomos a experimentação simultânea com dois contratos.

Como explicamos anteriormente, os fluxos de caixa e, conseqüentemente, a rentabilidade das estratégias de investimento nos dois contratos são diferentes. A existência dos dois contratos operando, simultaneamente permitiria aos investidores tomar posições naquele contrato que mais viesse de encontro a seus desejos particulares. O contrato anterior à Instrução nº 19 da CVM tinha em comum com contratos a termo o fato de estes também não reconhecerem ganhos e perdas diariamente. Em mercados de capitais de outros países, assistimos à convivência de contratos a termo e contratos futuros sobre o mesmo ativo de referência. Por exemplo, existe contrato a termo e a futuro de câmbio, contrato a termo e a futura em Letras do Tesouro Nacional dos Estados Unidos. Os preços vigentes nos dois mercados serão diferentes pois os fluxos de caixa são diversos mas tais preços são formadores em mercado. Abaixo descrevemos as características dos dois contratos:

CONTRATO A

a) Não libera resultados continuamente;

b) Chama as perdas, sempre que estas atingirem determinado percentual da margem retida, e/ou alternativamente fixa as margens em níveis substancialmente superiores às que seriam próprias em um mercado com liberação contínua de resultados;

c) Retém os ganhos das posições encerradas liberando-as apenas no vencimento;

d) A margem é calculada sobre o valor inicial da operação. A margem poderá ser depositada em Letras do Tesouro Nacional de elevada liquidez;

e) À corretagem aplica-se a nossa discussão anterior no item III.1;

f) Toda operação tem taxa de registro exceto as operações de *day-trade* e

g) Nas operações de *spread* são aplicáveis as sugestões que aparecem em III.2.

CONTRATO B

a) Libera resultados continuamente;

b) Qualquer ganho ou qualquer perda serão creditados e cobrados;

c) A margem é calculada sobre o valor atual da posição. A margem poderá ser depositada em Letras do Tesouro Nacional de elevada liquidez;

d) À corretagem aplica-se a nossa discussão anterior no item III.1;

e) Toda operação tem taxa de registro exceto as operações de *day-trade* e

f) Nas operações de *spread* são aplicáveis as sugestões que aparecem em III.2.

Comparando os Contratos A e B podemos observar:

— As operações de *spread* são introduzidas em ambos os casos; no caso do Contrato A ocorre alguns problemas em virtude da não movimentação contínua de resultados;

— O Contrato A mantém a propriedade da antiga sistemática, que como vimos no item II e no Anexo I, consiste em possibilitar ao investidor longo na base (vendedor coberto) a pré-fixar em qualquer momento o quanto receberá na maturidade do contrato. Neste sentido ele continua com uma rentabilidade mínima assegurada. A possibilidade de obter um rendimento maior, continua existindo, dependendo do comportamento da base e da evolução das taxas de juros no mercado;

— A existência do item "c" no Contrato A está diretamente relacionada com a necessidade de evitar-se problemas de fluxo de caixa para a BVRJ. Pela antiga sistemática, embora o sistema fosse equilibrado a cada vencimento, corria-se o risco de no ínterim e ao longo de um período de alta acentuada, ter-se um encerramento maciço de posições, gerando desta forma uma retirada de recursos da caixa da BVRJ sem a contrapartida da chamada de perda. A confiabilidade do sistema poderia ser posta em dúvida por problemas de caixa de curto prazo, muito embora o sistema fosse sólido economicamente e

— Não havendo a liberação contínua de resultados, não se pode estabelecer a margem em função do valor atual da posição. Se este fosse o procedimento, teríamos o absurdo de posições ganhadoras serem chamadas para reforço de margem. Por outro lado, a integridade do sistema tem que ser preservada. Repare que admitindo uma margem média de 20%, teríamos que uma oscilação acumulada negativa de preços de 20% seria o suficiente para deixar a posição totalmente descoberta. Deve ser realçado que oscilações desta magnitude não são incomuns em nosso mercado, acontecendo às vezes no decorrer de um único pregão. A solução, para controlar tal problemática, pode ser de duas naturezas:

a) Estabelecimento de níveis de margens substancialmente superiores às que seriam próprias em um mercado com liberação contínua de resultados e

b) Chamar as perdas, sempre que estas atingiram determinado percentual da margem inicial depositada.

Caberia também mencionar a possibilidade de modificar-se a legislação referente à política de investimento dos investidores institucionais, como, por exemplo, os fundos de pensão no sentido de facultar-lhes abrir posição no mercado futuro. Atualmente, eles estão restritos às operações de financiamento. É interessante observar que a possibilidade de os fundos de pensão assumirem posições outras que não somente as de financiamento no mercado futuro não implica necessariamente em um maior risco em sua carteira total. Ao permitir que tomem uma posição hoje com base em um fluxo de caixa a receber no futuro, por exemplo, o retorno esperado na carteira dos fundos pode aumentar.

Além disso, a presença mais ativa dos investidores institucionais contribuiria para o desenvolvimento de um mercado futuro de ações mais eficiente.

NÍVEIS DE MARGEM E LIMITES OPERACIONAIS

A BVRJ, além de funcionar como uma *Clearing House,* prestando serviços de registro e liquidação das operações do mercado futuro, é também a responsável pelo cumprimento das obrigações assumidas pelos participantes do mercado. No caso de inadimplência em determinada operação, a BVRJ assume a obrigação. É bem verdade que, posteriormente, ela procurará ressarcimento junto à corretora e ao cliente originador da operação. Esta última função é semelhante à posição do avalista de um empréstimo e é similar também à posição do Banco Central junto aos depositadores do sistema bancário. É essencial, assim que os investidores do mercado futuro tenham plena confiança na qualidade da BVRJ em honrar com suas obrigações. Caso contrário, os investidores teriam que analisar continuamente a capacidade financeira de cada corretora com quem viessem a operar e, também, possivelmente, analisar a capacidade financeira na outra ponta da operação. Assim, muitas das razões para a criação de um mercado futuro centralizado em uma *Clearing House* deixariam de ter sua razão de ser.

A forma pela qual a BVRJ vem cumprindo com esta importante função está na imposição de margens para cada operação. As margens devem ser fixadas de modo a cobrir o espectro possível de variações de preços em um número limitado de pregões. Desta forma, a BVRJ teria o tempo hábil suficiente de reverter a posição do cliente que fugisse às normas de segurança do sistema. As margens terão de ser depositadas na BVRJ sempre em ativo de liquidez imediata. A implantação de um sistema desta natureza dispensa a necessidade de imposição de limites operacionais por corretora.

Caso haja alguma probabilidade do patrimônio líquido da corretora estar em jogo, faz sentido limitar o volume total de demandas potenciais contra este patrimônio, e não só os referentes aos contratos realizados no mercado futuro e, também, o risco com que os ativos totais da instituição financeira são aplicados. Assim, os riscos assumidos em operações de *open-market, underwriting,* etc., passam a ser relevantes. A situação, como observamos no primeiro parágrafo, é semelhante à de um avalista de um empréstimo e do Banco Central ao garantir os depositantes. Faz sentido neste caso o estabelecimento de um prêmio de seguro em função do valor do patrimônio líquido e do risco com que os ativos totais são aplicados. Na verdade tanto o avalista do empréstimo, como o Banco Central ou a Bolsa de Valores, estão emitindo uma opção de venda em favor dos beneficiários das operações com preço de exercício igual ao patrimônio líquido ou ao valor do empréstimo. Esta opção tem valor para os beneficiários, é um ativo e como tal ele deveria pagar um preço por ela igual ao seu custo atuarial.

O sistema acima é custoso, pois necessita, para seu funcionamento, que as instituições sejam periodicamente supervisionadas quanto à observância dos termos da apólice de seguro. O Banco Central, periodicamente, supervisiona as instituições bancárias. Tem a vantagem, no entanto, de prescindir imposições de uma limitação quantitativa sobre o volume de operações. Parece, portanto, que a solução mais econômica está na imposição de margens adequadas (depositadas na BVRJ em forma extremamente líquida).

Um outro ponto que vem despertando atenção é a excessiva concentração de posições no mercado futuro em alguns papéis detidos por um reduzido número de investidores. A preocupação está no impacto potencial que tais investidores teriam sobre o processo de formação de preços.

Achamos a preocupação válida. No entanto, para uma devida apreciação do problema, torna-se necessária a realização de um estudo sobre a *performance* ao longo de diversos períodos de tais investidores no mercado futuro. A constatação, por exemplo, de que tal grupo vem sistematicamente auferindo retornos extraordinários é um indício de ineficiência no processo de formação de preços. Caberia, então, a análise de determinadas medidas como, por exemplo, o congelamento de suas posições assim que estas atingissem determinada proporção do mercado.

ANEXO I — Fluxo de Caixa e Rentabilidade Operação Vista-Futuro em Qualquer Momento de Tempo $t < T$ e na Maturidade T. Antiga e Nova Sistemática

	t		Maturidade T	
	Antiga	Nova	Antiga	Nova
Fluxo de Caixa	$P_v(t) - P_f(t) + P_f(0)$	$P_v(t) - P_f(t) + P_f(t-1)$	$P_f(0)$	$P_v(T)$
	$\frac{P_v(t) - P_f(t) + P_f(0)}{P_v(0)}$	$\frac{P_v(t) - P_f(t) + P_f(t-1)}{P_v(0)}$	$\frac{P_f(0) - P_v(0)}{P_v(0)}$	$\frac{P_v(T) - P_v(0) +}{P_v(0)}$
Rentabilidade		$\pm \sum_{t=\Lambda}^{t-1} r_t \; P_f(t) - P_f(t-1)$		$\pm \sum_{t=\Lambda}^{T-1} r_t \left\{ P_f(t) - P_f(t-1) \right\}$

Nomenclatura:

$P_v(t)$ = preço à vista em t;

$P_f(t)$ = preço futuro em t;

r_t = taxa de rentabilidade do mercado aberto em t para aplicações diárias e

$P_f(0)$ e $P_v(0)$ = preço futuro e à vista, respectivamente, quando o contrato é iniciado.

A Resolução 729, o Mercado Acionário e a Previdência Privada *

A Resolução n.º 729 do Banco Central elevou transitoriamente a participação mínima dos títulos de dívida pública nas carteiras compostas com as "reservas técnicas não-comprometidas" dos fundos de pensão fechados. Este trabalho examina o impacto direto desta medida sobre o mercado de ações e a rentabilidade dos fundos dentro do contexto macroeconômico que a originou. Conclui-se que o mercado acionário não deverá sofrer uma pressão vendedora por parte destes investidores institucionais. Além disso, o trabalho também tece considerações de caráter mais geral analisando aspectos estruturais básicos dos fundos de pensão, sobre os quais são feitas diversas sugestões de mudança.

Resolution 729 of the Banco Central do Brasil elevated temporarily the minimum participation of Government securities in the portfolios composed with the "no committed" technical reserves of closed pension funds. This article examines the direct impact of this measure on the equity securities market and the return of pension funds from the perspective of the macroeconomic context which originated the measure. The conclusion is that the stock market will not suffer a net sales pressure from the pension funds. In addition, the article makes more general considerations analyzing basic structural aspects of pension funds, concerning which several suggestions for change are offered.

INTRODUÇÃO

As mudanças previstas pela Resolução n.º 729, de 24.03.1982, do Banco Central, têm gerado intensos debates sobre suas implicações. Em resumo, ela promove a alteração de normas estabelecidas pela Resolução n.º 460, de 23.02.1978, do Banco Central, elevando de 10% para 30% a participação mínima de títulos da dívida federal e estadual nas carteiras compostas com as chamadas "reservas técnicas não comprometidas" dos fundos de pensão fechados.

Dada a relevância dos fundos de pensão como investidores, pode-se dizer, *a priori*, que essa medida, ao exigir o aumento das aplicações compulsórias em títulos públicos, coloca restrições ao acesso da empresa privada ao mercado de capitais. Na verdade, o exame de suas repercussões macroeconômicas deve ser considerado num contexto mais amplo, caracterizado por intensa expansão da dívida pública interna com o objetivo de financiar o persistente déficit governamental, estimado em cerca de 6% do PIB, em média, nos últimos anos.

Com efeito, vale a pena relembrar que a alternativa à colocação em mercado de títulos públicos seria a emissão de base monetária. Utilizando o ano de 1981 como exemplo, a abstenção a essa forma de financia-

* Este trabalho reflete um consenso da equipe técnica do IBMEC sobre o assunto.

mento do déficit público implicaria numa expansão de base monetária da ordem de 147%, o suficiente para produzir taxas anuais de inflação próximas a 200%. Nesse ambiente hiperinflacionário, é fácil antecipar o surgimento de efeitos danosos sobre o mercado de capitais, tais como os decorrentes da forte elevação da rentabilidade privada de aplicações especulativas em ativos físicos (imóveis, matérias-primas) e moedas estrangeiras e da imprevisibilidade dos fluxos de recursos das empresas.

No caso específico da Resolução nº 729, ao lado da alternativa de emissão de moeda, a opção não inflacionária seria a oferta de títulos em mercado no montante correspondente ao que seria absorvido compulsoriamente pelos fundos de pensão. Para viabilizar sua aquisição pelos investidores, seriam requeridos, então, aumentos em sua rentabilidade real, o que afetaria de maneira negativa a emissão de títulos privados, de renda fixa e variável.

Portanto, do ponto de vista macroeconômico, o aspecto fundamental é a correção dos desequilíbrios do orçamento público, pois seu financiamento, independente da medida em discussão, vem influenciando de forma negativa o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, através da contribuição para aumentar as taxas de juros reais e/ou incertezas.

Este documento possui três objetivos. Os dois primeiros concernem ao exame do impacto direto da decisão do Conselho Monetário Nacional sobre o mercado de ações e a rentabilidade dos fundos de pensão. Tendo em vista o caráter transitório das medidas impostas pela 729, com vigência até o final do exercício de 1983, nossa atenção se detém principalmente em suas conseqüências de curto prazo.

Finalmente, em face da importância dos fundos de pensão na formação de poupança privada, procuramos analisar problemas ligados ao seu plano de contas e aos aspectos atuariais relevantes para a constituição das mesmas. A divulgação a respeito das atividades dessas entidades é a mais precária possível, o que pode estar encobrindo a formação de problemas de conseqüências extremamente graves a longo prazo não só para seus associados, mas para o mercado de capitais e para a economia brasileira como um todo. Desse modo, justifica-se nossa atenção ao exame das características estruturais dessas instituições.

CONSTITUIÇÃO E APLICAÇÃO DAS RESERVAS TÉCNICAS DAS EFPP

Antes de nos determos na análise dos efeitos da Resolução nº 729, é conveniente fazer um breve resumo da constituição e aplicação das chamadas "reservas técnicas" das Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPP).

Para cumprir seus compromissos correntes e futuros as EFPP constituem reservas. Os compromissos atuais são aqueles que já estão sendo pagos ou que podem já ser pagos e os compromissos futuros são os que serão pagos em datas futuras. Estas reservas calculadas podem ser "com caixa", ou "sem caixa", ou seja, conforme os recursos correspondentes já foram integralizados ou não.

Os critérios de constituição das reservas técnicas foram estabelecidos pela Lei nº 6.435, de 15/07/77, em seu artigo 40, e pelo Decreto nº 81.240, de 20/01/78, artigo 12, como sendo de competência do Conselho de Previdência Privada (CPC). Esta mesma legislação dá competência ao Conselho Monetário Nacional para ditar as formas de aplicação das Reservas Técnicas (Lei nº 6.435, artigo 40, § 1º e Decreto nº 81.240, artigo 12, § 1º).

A Resolução BACEN-460, de 23/02/78, especificando as formas de aplicação das reservas técnicas, surgiu antes da Resolução MPAS/CPC-01, de 09/10/78, que determinou os critérios de formação de tais reservas. Por esta razão, a Nota Explicativa CVM-06, de 22/02/78, foi emitida junto à Resolução nº 460 conceituando os termos "reservas comprometidas" e "reservas não-comprometidas". Na ocasião, a CVM vinculava tais reservas ao prazo previsto de exigibilidade das mesmas. Assim, "reservas comprometidas" seriam aquelas vinculadas a desembolsos de caixa programados para curto prazo (até 360 dias) e "reservas não-comprometidas" as demais, isto é, aquelas vinculadas a desembolsos de caixa previstos para ocorrência a longo prazo (acima de 360 dias).

Entretanto, na Resolução MPAS/CPC-01/78 os conceitos de "comprometida" ou "não-comprometidas" para as reservas foram definidos como função dos regimes financeiros adotados e descritos no Decreto nº 81.240, diferentemente da Nota Explicativa da CVM. Finalmente a Resolução MPAS/CPC-04, de 11/12/80, passa a chamar as Reservas Calculadas de "reservas matemáticas" e as divide em 2 (dois) grandes grupos, a saber:

a) "Riscos Expirados" — compreendendo o valor dos compromissos presentes, ou seja, o valor calculado atuarialmente para atender aos compromissos assumidos pela Entidade para os participantes que adquiriram direitos aos benefícios e

b) "Riscos Não-Expirados" — compreendendo o valor calculado atuarialmente para atender aos

compromissos futuros da Entidade (compromissos esperados).

Dentro de uma concepção de "reservas com caixa" e "reservas sem caixa", tanto as "reservas de risco expirado" quanto as "reservas de risco não-expirados" possuem uma parte integralizada e outra não-integralizada. A parte não-integralizada da Reserva de "riscos expirados" é denominada pela Resolução MPAS/CPC-04 de "déficit técnico" e a parte não-integralizada dos "riscos não-expirados" é denominada de "reservas matemáticas a constituir".

Assim, os recursos, que uma Entidade realmente possui para realizar investimentos, são os correspondentes à parte integralizada das "reservas matemáticas". O valor agregado das "reservas matemáticas constituídas" da EFPP é divulgado pelo Banco Central, como conta do Passivo, em uma publicação do Departamento de Mercado de Capitais.

Assim sendo, a regulamentação do plano de contas das EFPP não menciona "reservas comprometidas" ou "reservas não-comprometidas", enquanto que a concernente às formas de investimento continua a citá-las. Mais recentemente, o Banco Central, em suas estatísticas, faz crer que a Resolução BACEN-460 se aplica às chamadas "reservas matemáticas constituídas". É, portanto, nos dados divulgados pelo BACEN que nossa análise se baseará.

Como resumo do exposto, os Quadros 1 e 2 expõem a constituição das reservas técnicas, segundo as Resoluções MPAS/CPC-01 e MPAS/CPC-04. Já os Quadros 3, 4 e 5 sumarizam os aspectos de aplicação das reservas técnicas, segundo a Resolução nº 460 e suas subseqüentes alterações.

A Resolução BACEN-460 foi posteriormente alterada pelas seguintes resoluções:

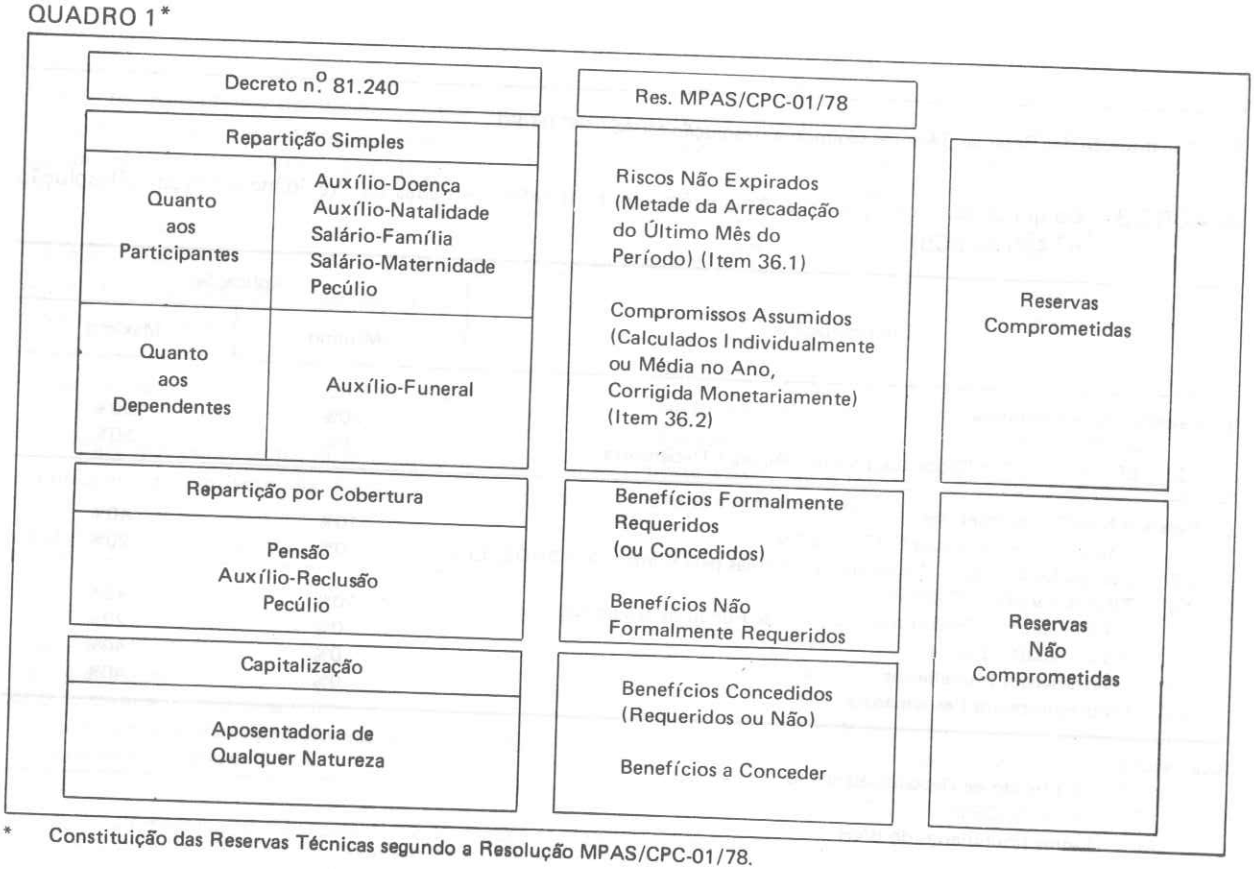
a) Resolução BACEN-472, de 25/04/1978.
- Introduz como opção de investimento das reservas técnicas, as letras imobiliárias de emissão da CEF (Caixa Econômica Federal).

b) Resolução BACEN-707, de 27/10/1981.
- Coloca os títulos estaduais na mesma categoria dos títulos federais quanto à aplicação das reservas não-comprometidas.

c) Resolução BACEN-729, de 24/03/1982.
- Eleva o limite mínimo de aplicação das reservas não-comprometidas de 10% para 30% e o limite máximo de 40% para 50%.

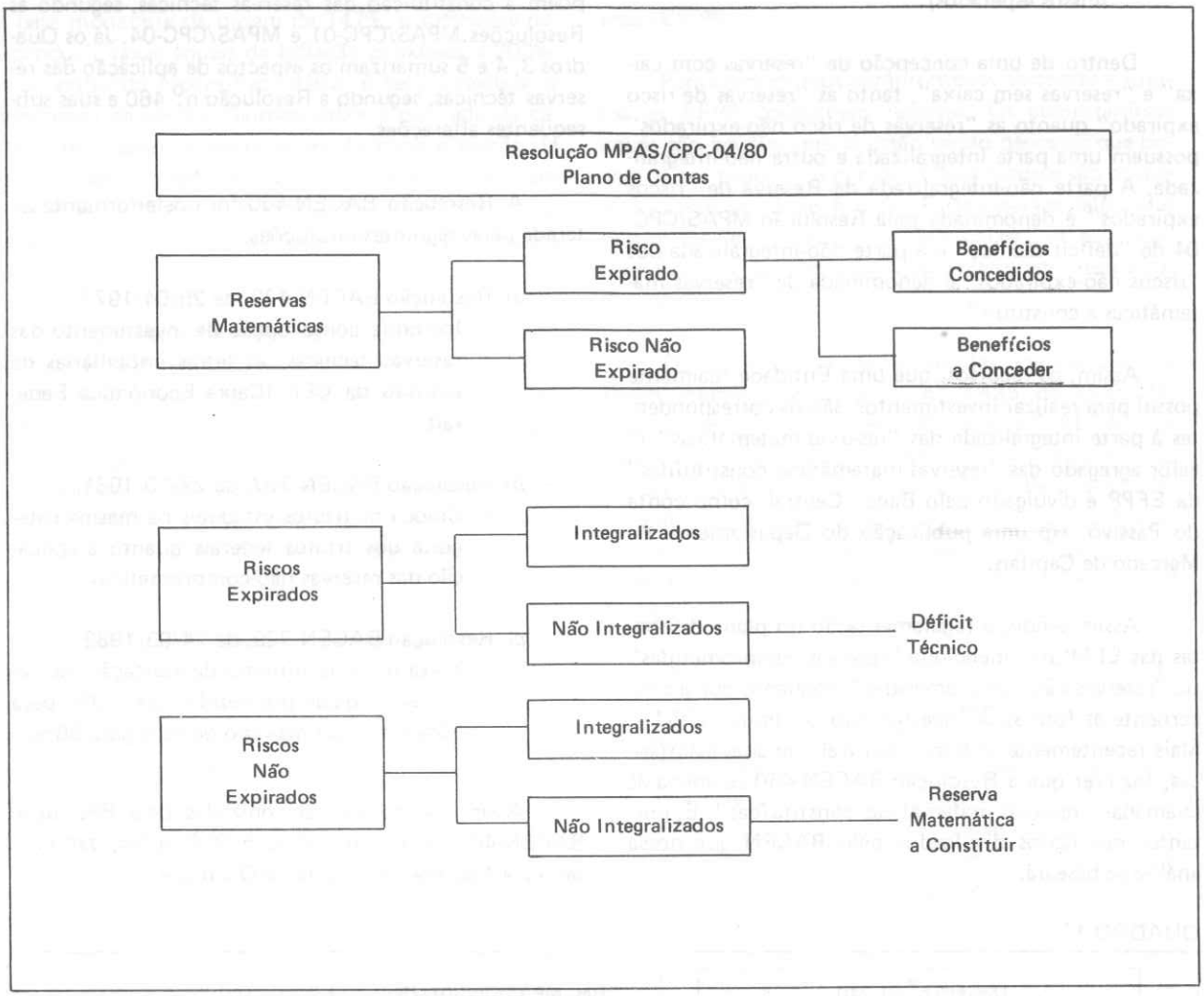
Assim, as normas preconizadas pela Resolução BACEN-460, após todas estas modificações, passam a ter a configuração mostrada no Quadro 4.

QUADRO 1*



* Constituição das Reservas Técnicas segundo a Resolução MPAS/CPC-01/78.

QUADRO 2*



* Constituição das Reservas Técnicas segundo a Resolução MPAS/CPC-04/80.

QUADRO 3 – Conjunto de Restrições nas Aplicações das Entidades Fechadas de Previdência Privada (Resolução nº 460 do BCB)

Discriminação	Aplicações	
	Mínimo	Máximo
1. Reservas Comprometidas		
1.1 – ORTN + LTN	50%	100%
1.2 – CDB + LI + LC + Depósitos à Vista + Ações + Debêntures	0%	50%
2. Reservas Não-Comprometidas		
2.1 – Títulos Governamentais ORTN + LTN	10%	40%
2.2 – Obrigações Estaduais, Municipais e emitidas pela Eletrobrás e BNDE, LI	0%	20%
2.3 – Títulos e Valores Mobiliários		
2.3.1 – Ações + Debêntures + Quotas de Fundo de Investimento	20%	40%
2.3.2 – CDB + LC + LI	0%	20%
2.4 – Investimentos Imobiliários	0%	40%
2.5 – Empréstimos aos Participantes	0%	40%

Observações:

CDB: Certificado de Depósito Bancário.
LC: Letras de Câmbio.
LI: Letras Imobiliárias do BNH.

QUADRO 4 — Conjunto de Restrições nas Aplicações das Entidades Fechadas de Previdência Privada (Resoluções n.ºs 460, 472, 707 e 729 do BCB)

Discriminação	Aplicações	
	Mínimo	Máximo
1. Reservas Comprometidas		
1.1 — ORTN + LTN	50%	100%
1.2 — CDB + LI + LC + Depósitos à Vista + Ações + Debêntures	0%	50%
2. Reservas Não-Comprometidas		
2.1 — Títulos Governamentais ORTN + LTN + Obrigações Estaduais	30%	50%
2.2 — Obrigações Municipais e Obrigações da Eletrobrás, Títulos BNDE, LI do BNH	0%	20%
2.3 — Títulos e Valores Mobiliários		
2.3.1 — Ações + Debêntures + Quotas de Fundo de Investimento	20%	40%
2.3.2 — CDB + LC + LI	0%	20%
2.4 — Investimentos Imobiliários	0%	40%
2.5 — Empréstimos aos Participantes	0%	40%

Observações:
CDB: Certificado de Depósito Bancário.
LC: Letras de Câmbio.
LI: Letras Imobiliárias do BNH e CEF.

A Resolução n.º 460 estabelece ainda que um mínimo de 75% das aplicações em ações e debêntures deverá ser representado por títulos de emissão de empresas abertas, controladas por capitais privados nacionais e limites máximos de concentração em ativos em relação ao valor das reservas técnicas, comprometidas ou não. Estes limites são sintetizados no Quadro 5.

OS REFLEXOS DA RESOLUÇÃO N.º 729

Como já mostramos anteriormente, existe alguma confusão com respeito ao plano de contas das EFPP. As Resoluções do Banco Central insistem nos conceitos de reservas comprometidas e reservas não-comprometidas, enquanto que os dados divulgados por essa mesma Instituição mencionam as aplicações das "reservas matemáticas constituídas", sugerindo que, sobre elas, recaem as normas da Resolução BACEN-460. Assim, embora nada de oficial tenha sido publicado, a normalização descrita por essa regulamentação relativa às "reservas não-comprometidas" agora se transfere às "reservas matemáticas constituídas" já referidas.

Para que pudéssemos fazer uma análise realmente significativa dos impactos da Resolução n.º 729 seria indispensável informações muito mais detalhadas do que as divulgadas pelo Banco Central. Na ausência destes dados, basearemos nossa análise nas estimativas divulgadas pela imprensa e nos poucos dados oficialmente conhecidos, correndo o risco de cometer erros devido à insuficiência de informações.

Recentes estimativas projetam em Cr$ 1,150 trilhão o valor do ativo total das Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPP) para o final de setembro de 1982, quando então elas já deveriam estar enquadradas segundo a Resolução n.º 729.[1] Assim, as EFPP deverão investir, segundo a ABRAPP (Associação Brasileira de Entidades de Previdência Privada Fechadas), Cr$ 345 bilhões em títulos públicos (30% de Cr$ 1,150 trilhão). Os cálculos da ABRAPP indicam um investimento adicional em títulos públicos da ordem de Cr$ 166 bilhões, estimativa essa baseada no valor do estoque desses papéis detido pelas EFPP no final de 1981 (Cr$ 115 bilhões)[2] e numa previsão de correção monetária para o período janeiro/setembro de 1982 de 56%. Muito embora esta estimativa de correção monetária seja bastante conservadora, nos ateremos a ela, pois foi neste valor que a ABRAPP se baseou para divulgar os dados a que nos referimos.

QUADRO 5 — Limites Máximos de Concentração em Ativos

Ativos	Limites Máximos
Ações	2% de uma mesma companhia
Debêntures	4% de uma mesma companhia
Quotas de Fundo	10% de um mesmo fundo
CDB, L, Cédulas Hipotecárias, LC	10% de uma mesma instituição financeira
Títulos Estaduais e Municipais, Obrigações da Eletrobrás e Títulos c/Correção Monetária do BNDE	10% de um mesmo estado, município ou entidade governamental

1 Prazo prorrogado pelo CMN para 31/12/82, o que todavia não modifica qualitativamente nossas conclusões.
2 Dados oriundos do "Relatório Reservado" de 5-11 de abril de 1982.

Como a entrada líquida de recursos no sistema de fundos de pensão fechados, nesse período, está prevista em Cr$ 112 bilhões, eles teriam que deslocar Cr$ 54 bilhões de outras aplicações (possivelmente ações) para títulos governamentais.

Entretanto, esses prognósticos apresentam algumas imperfeições que merecem ser devidamente explicitadas. Em primeiro lugar, parece haver um erro ao se estimar o total de títulos públicos a serem possuídos pelas EFPP até setembro/82 em 30% de Cr$ 1,150 trilhão. Isto porque esta cifra é a projeção do ativo total, enquanto as Resoluções BACEN-460 e 729 se aplicam às reservas "em caixa", as chamadas Reservas Matemáticas Constituídas, cujos montantes equivalem à parte deste ativo total, mas não à sua totalidade. Em setembro de 1981, elas equivaliam a cerca de 76% do ativo total.

Desse modo, baseados em projeções de valores passados publicados pelo Departamento do Mercado de Capitais do Banco Central referentes às EFPP, e supondo que o percentual das reservas matemáticas constituídas em relação ao ativo total se mantenha constante, esses recursos alcançariam no final de setembro de 1982 o valor próximo a Cr$ 900 bilhões (Cr$ 874 bilhões). Isto significa que o montante de papéis públicos a serem detidos por estas entidades se situaria em torno de Cr$ 270 bilhões, o que acarretaria numa compra adicional de aproximadamente Cr$ 90 bilhões, quantia inferior, portanto, aos Cr$ 112 bilhões de recursos líquidos que deverão ser arrecadados por essas entidades, segundo as estimativas da ABRAPP.

Como revelam os dados da Tabela 1, a 729 parece descrever uma composição de *portfolio* não muito diferente da observada na carteira agregada das EFPP. A parcela aplicada em títulos da dívida pública era ligeiramente menor do que 25% enquanto que as aplicações em "ações, debêntures e quotas de fundos" situavam-se em torno de 20%, o limite mínimo estabelecido pela 460.

Tendo em vista que os limites obrigatórios para essa última categoria de ativos não foram modificados pela 729, o aumento do valor nominal dos recursos totais disponíveis para investimento conduzirá obrigatoriamente à aplicação de um montante absoluto maior nos mesmos, simplesmente para o atendimento das normas vigentes. Assim, se em setembro de 1981 os fundos de pensão possuíam em carteira Cr$ 64,5 bilhões em "ações, debêntures e quotas de fundos de investimentos", em setembro de 1982 deverão deter um mínimo de Cr$ 180 bilhões. Desta forma, a menos que ocorra uma valorização considerável desses ativos no período de 12 meses considerado, acreditamos que as EFPP terão que **adquirir** e não **vender** quantidades adicionais desses itens para continuarem a cumprir as regulamentações do Banco Central.

É interessante notar que caso as EFPP persistissem com a configuração de investimento observada — alocando 24,1% de suas reservas matemáticas constituídas a títulos governamentais — em setembro de 1982 estariam aplicando, na ausência das modificações previstas pela 729, cerca de Cr$ 220 bilhões nesses ativos. Ou seja, menos de Cr$ 50 bilhões do que os Cr$ 270 bilhões que agora terão que investir.

Torna-se difícil aceitar que, na ausência da 729, ações seriam um destino potencial para estes recursos, já que este tipo de investimento se enquadra numa categoria para a qual as EFPP vêm aplicando, sistematicamente, o limite mínimo legal. Inclusive, dentro da categoria "ações, debêntures e quotas de fundos de investimento", essas entidades vêm alocando maiores

TABELA 1 — Percentuais Efetivos de Aplicação das Reservas Matemáticas Constituídas das EFPP

Aplicações	Período			
	12/80	03/81	06/81	09/81
ORTN, LTN e Títulos Estaduais	21,4	23,3	23,6	24,1
Ações, Debêntures e Quotas de Fundos	20,8	17,7	19,41	20,6
Depósitos a Prazo, Letras de Câmbio e Letras Imobiliárias	8,2	11,5	14,2	16,4
Obrigações Eletrobrás e Títulos BNDE	2,6	6,0	6,1	5,6
Imóveis e Cédulas Hipotecárias	8,5	13,1	15,5	18,3
Empréstimos e Financiamentos	6,3	9,5	6,8	7,8
Depósitos à Vista	5,9	1,0	1,0	1,3
Total*	73,8	82,2	86,5	94,0

* A Lei n.º 6.435 e o Decreto n.º 81.240 permitem a retenção por parte da patrocinadora de até 30% das reservas não-comprometidas a serem remuneradas à taxa atuarial. Isso justifica o fato dos totais não atingirem 100%.

Fonte: DEMEC — Banco Central.

volumes de recursos à aquisição de debêntures, em detrimento de ações (Tabela 2).

Nossa expectativa é, portanto, de que o efeito direto de curto prazo da 729 sobre os investimentos em ações pelos fundos de pensão seja nulo. Acreditamos que: (a) não haverá necessidade de venda de ações para o enquadramento à nova regulamentação; (b) dificilmente parte significativa dos recursos que a partir de agora serão alocados à compra de títulos públicos teria sido destinada no *status quo* anterior à compra daqueles ativos.

É provável, contudo, que a acomodação às regras da 729 desloque a participação de outros títulos de renda fixa na carteira das EFPP (CDBs, Letras de Câmbio e Letras Imobiliárias), a qual, conforme os dados da Tabela 1, assumiu proporções significativas (16%). Este último efeito é que justificaria a preocupação quanto a um possível *crowding out* do setor privado.

Vamos supor, todavia, que nossas hipóteses estejam erradas e que, conseqüentemente, os investimentos em "ações, debêntures a quotas de fundos" pelas EFPP fossem limitados pela 729. Em primeiro lugar, seriam as debêntures simples e não as ações os ativos a receber o maior reflexo negativo, face ao maior grau de substituição entre as primeiras e os títulos federais. Ao mesmo tempo, vale indagar sobre o que aconteceria se as normas da 729 fossem simplesmente revogadas. A resposta nos parece trivial. Dado o déficit público e a intenção de controlar a expansão dos agregados monetários aos níveis atuais, o Banco Central ofertaria em mercado títulos federais em valor correspondente ao que seria absorvido compulsoriamente pelos fundos de pensão. Evidentemente, a mudança de preços relativos desses títulos iria afetar da mesma forma a emissão de debêntures e ações.

Quais os efeitos da 729 sobre a rentabilidade das carteiras dos fundos de pensão? Mesmo levando em conta a transitoriedade de sua vigência, é possível antecipar quedas em seu retorno, tendo em vista que a rentabilidade real de títulos públicos tem sido negativa. Uma forma de neutralizar essa mudança seria através da alocação de maiores volumes de recursos a compras de ações. Desse modo, surge até mesmo a possibilidade de que a 729 venha paradoxalmente concorrer para ampliar a parcela de títulos de renda variável nas carteiras da EFPP.

OS ASPECTOS ESTRUTURAIS DOS FUNDOS DE PENSÃO

A contabilidade e o tratamento atuarial das obrigações dos fundos de pensão é algo realmente confuso. Há uma flexibilidade tão grande nos cálculos relacionados a essas entidades que as patrocinadoras podem escolher virtualmente qualquer nível de contribuição e obrigação que desejarem.

Vários métodos atuariais, legítimos, produzem resultados sobre contribuições dos mais díspares possíveis. Mas, independente do método atuarial usado, modificações aparentemente pequenas nas suposições que a patrocinadora usa para o cálculo do crescimento dos salários, estabilidade de emprego, e do retorno nos investimentos dos fundos de pensão, podem causar obrigações e insuficiências futuras bastante diferentes. Deste modo, comparar dados de fundos de pensão usando suposições diferentes torna-se bastante distorcido. E, o que é pior, os fundos geralmente não divulgam as suposições que adotam em seu cálculo.

As informações publicadas a respeito dos fundos de pensão são bastante incompletas e de difícil interpretação. Entretanto, a divulgação da dimensão total — o total de ativos e obrigações — dos planos de pensão de uma companhia é de extrema importância para se avaliar o componente de risco que eles representam para a estrutura financeira das companhias patrocinadoras e, logicamente, para o próprio associado.

Nos Estados Unidos, onde a legislação, Employee Retirement Income Security Act (ERISA), é mais clara quanto à responsabilidade das patrocinadoras, todo ganho ou perda que os investimentos de um fundo de pensão venha apresentar, afeta, em última análise, os

TABELA 2 — Negócios com Títulos e Valores Mobiliários das EFPP nos Três Primeiros Trimestres de 1981

(em Cr$ milhões)

Discriminação	Setor Governamental		Setor Privado		Total	
	Compra	Venda	Compra	Venda	Compra	Venda
Ações	4417,9	2768,1	918,4	1213,6	5336,3	3981,7
Debêntures	6395,4	587,4	1661,5	111,4	8056,9	698,8

Fonte: DEMEC — Banco Central do Brasil.

lucros da empresa, aumentando ou diminuindo as futuras contribuições para o fundo. Isto, portanto, constitui uma preocupação adicional para o acionista, pois ele não poderá estar tão certo de que as companhias que estão severamente comprometidas com seus fundos de pensão serão capazes de, ao mesmo tempo, cumprir seus compromissos e, ainda, apresentar algum lucro disponível. O montante destas insuficiências não cobertas poderá implicar no dreno de fundos da empresa que, de outra forma, iriam para o financiamento das suas operações ou seriam distribuídas aos seus acionistas.

As insuficiências de cobertura de algumas companhias podem ser tão significativas de modo a vir a retardar seu desenvolvimento. Nos Estados Unidos, este problema assumiu uma tal dimensão em relação a certas firmas, que o desempenho de seus fundos de pensão tornou-se mais importante para os acionistas do que seus resultados operacionais. Em alguns casos extremos, os compromissos com os fundos de pensão cresceram de tal monta que hoje são comparáveis a todos os ativos que a firma possui para operar. A Lockheed, por exemplo, possui compromissos tão grandes, que, em 1977, chegaram a ser 66% superiores ao valor líquido da própria empresa. Para se ter idéia do problema, flutuações no fundo de pensão Lockheed, avaliado em US$ 1,04 bilhão, geralmente excedem os lucros ou despesas operacionais da firma. Mesmo a poderosa e sólida A.T. & T, com um fundo de pensão avaliado em US$ 17 bilhões, poderia ter todo o seu lucro operacional evaporado caso grandes flutuações de preço no mercado de capitais ocorressem.

Uma situação como esta traria dupla preocupação no caso brasileiro. Os fundos de pensão ligados às empresas estatais detêm quase a totalidade (90%) do patrimônio destas entidades e, certamente, também o grosso dos compromissos. Isto representaria não só uma ameaça para os lucros futuros destas empresas, mas, também, um espectro inflacionário, pois impõe uma carga potencial direta ou indireta às contas do Orçamento Monetário.

No Brasil, a Lei nº 6.435 e o Decreto nº 81.240 definem, contudo, as EFPP como sociedades civis ou fundações, sendo, portanto, pessoas jurídicas independentes das patrocinadoras. Em contrapartida, a Resolução MPAS/CPC-01/78 sugere que a *performance* do fundo de pensão pode representar um componente de risco para a empresa patrocinadora, pois, de acordo com o item 44: "... verificada deficiência acentuada de cobertura das reservas técnicas das entidades, a Secretaria de Previdência Complementar poderá determinar uma das seguintes providências visando a corrigir aquela deficiência:

I — Cobertura por doação da patrocinadora, a qual poderá ser parcelada a critério da Secretaria de Previdência Complementar;

II — Revisão das Contribuições da patrocinadora e dos participantes;

III — Redução no reajustamento dos benefícios concedidos, quando for o caso, à base da variação das ORTN".

Item 44.1 — "A medida do item III só poderá ser preconizada quando da impossibilidade, a critério da Secretaria de Previdência Complementar, da adoção das normas contidas nos itens I e II".

A falta de clareza da regulamentação brasileira sobre o assunto concorre, em nossa opinião, para elevar os riscos de perda de capital do contribuinte de uma EFPP. Para que se possa dimensionar esses riscos é interessante explorar os aspectos atuariais da formação dos fundos de pensão.

As duas suposições mais cruciais que os atuários, em conjunto com a firma, fazem para a formação de um fundo de pensão relacionam-se à taxa de retorno em que os ativos do fundo serão investidos (a taxa de juro atuarial) e à taxa de crescimento dos salários.

A taxa de juros atuarial foi introduzida para representar a chamada "taxa de juros sem risco", ou seja, a remuneração que seria ganha num investimento livre de risco de inadimplência. Esta taxa, ao invés da taxa de retorno nos investimentos de risco do fundo, seria a mais apropriada para o cálculo do valor presente dos compromissos dos fundos, porque os benefícios deverão ser pagos na hipótese da firma se encontrar operando.

Se a suposição relativa à taxa de juros atuarial for muito otimista, a firma não dispenderá recursos suficientes para cobrir os benefícios. E, desde que a mesma taxa atuarial de juros é usada para se achar o valor presente daqueles benefícios, a conseqüência é que quanto maior a taxa de desconto menor será o compromisso encarado pela firma. É óbvio, quanto menor a taxa de juros atuarial usada, mais desmotivada ficará a firma patrocinadora em iniciar o plano de pensão.

A outra suposição, relacionada aos salários, é importante porque os benefícios a serem concedidos pelos fundos são geralmente relacionados aos rendimentos dos últimos anos de trabalho dos associados. Se uma firma subestima o crescimento dos salários reais, suas contribuições também serão inferiores ao necessário para cumprimento dos compromissos futuros.

(3) Que apesar do alarme ao possível *crowding out* ter partido de pretensos efeitos sobre o mercado acionário, as debêntures simples, dadas as suas características de risco e retorno esperado são substitutas mais próximas dos títulos da dívida pública que as ações. De qualquer forma, reduzindo o crescimento das emissões de debêntures ou dos lançamentos de ações, a moderação no ritmo de expansão do investimento privado é a contrapartida da rigidez no déficit fiscal do Tesouro. O financiamento deste déficit redistribui para o setor público os recursos reais "liberados" pelo setor privado.

A avaliação que realizamos, fundamentada em dados do Banco Central do Brasil e informações divulgadas pela associação de classe dos fundos de pensão fechadas (ABRAPP), levou às seguintes conclusões no que concerne ao reflexo direto da 729 sobre o mercado de ações.

(1) A parcela das reservas dessas instituições investidas em "ações, debêntures e quotas de fundos" tem se situado ao nível do limite mínimo exigido pela regulamentação em vigor. O ajuste **efetivo** ao percentual a ser aplicado em títulos federais e estaduais (6%) é na realidade bastante inferior ao ajuste requerido pela regulamentação (20%). A compra adicional desses títulos para o enquadramento às normas da 729 deverá ser menor do que o fluxo previsto de entrada líquida de recursos disponíveis para investimento pelas EFPP. Portanto, não haverá liquidação maciça de ações pelos fundos de pensão.

(2) É possível supor que a elevação das aplicações compulsórias em títulos da dívida pública venha a deslocar ao longo do tempo compras adicionais de "ações, debêntures e quotas de fundos". No entanto, tal hipótese é enfraquecida se considerarmos os padrões passados de investimentos dos fundos de pensão. De outro lado, a queda no retorno esperado de suas carteiras pelo aumento da participação de títulos públicos pode ser neutralizada pela expansão da parcela investida em ações, até fins do ano passado em torno de 12%.

A análise dos problemas conjunturais ligados à 729 nos levou a observar profundas deficiências estruturais no sistema de fundos de pensão fechados.

Em primeiro lugar, há urgente necessidade de uniformização dos planos de contas das EFPP e de um *full disclosure* dos compromissos e hipóteses atuariais quanto à taxa de retorno real dos ativos e à taxa de crescimento dos salários reais. Os beneficiários dos planos de pensão devem ter o direito de avaliar as probabilidades de ocorrência de frustração dos benefícios previstos, assim como, os acionistas de estimar a capacidade efetiva de geração de lucros das empresas patrocinadoras. Nesse sentido, é altamente desejável que a legislação brasileira defina melhor a responsabilidade das empresas patrocinadoras com respeito aos fundos.

Requerer maior *disclosure* por parte dos fundos é coerente com a preservação da liberdade de escolha do cidadão e, em conseqüência, com um mercado de capitais competitivo.

Se o pior dos casos acontecer, isto é, se o fundo for incapaz de honrar seus compromissos e a firma patrocinadora não tiver condições de socorrê-lo, serão os associados os grandes prejudicados.

Nos Estados Unidos, há um seguro administrado por uma agência estatal, a Pension Benefit Guaranty Corporation (PBGC), que garante benefícios até determinado limite aos associados de fundos de pensão, quando a hipótese acima mencionada se concretizar. Essa agência pode se apropriar de até 30% do patrimônio líquido da empresa para cobrir compromissos a descoberto de seu fundo de pensão. Há, contudo, um aspecto vulnerável nesse sistema. Para firmas em dificuldades financeiras, cujos compromissos com os fundos excedem seu patrimônio líquido, o racional é acabar o plano de pensão e deixar a bomba estourar nas mãos da PBGC. Assim, a médio prazo, a tendência é o encarecimento do sistema, pois é natural que a agência passe a exigir prêmios mais elevados.

O sistema chileno, implantado recentemente, nos parece mais eficiente. Os fundos de previdência privada são obrigados a constituir reservas para flutuações de rentabilidade, de modo a assegurar taxas mínimas de retorno mensal. Rentabilidades extraordinariamente elevadas proverão recursos para a formação dessas reservas, mas rentabilidades abaixo da média implicarão em dreno de recursos próprios das administradoras para a satisfação do retorno médio requerido. Além disso, há a liberdade de mobilidade de associados entre fundos para o confronto competitivo de sua eficiência.

No Brasil, a ausência de quaisquer desses mecanismos de proteção ao associado dos fundos reforça a necessidade do pleno conhecimento da evolução de seu estado de saúde.

Outro aspecto fundamental é a conceituação explícita dos objetivos de um fundo de pensão. A nosso ver, parece óbvio que o propósito essencial consiste em fornecer aos seus associados uma complementação de renda real depois da aposentadoria. A aceitação desse princípio impede que a administração de suas carteiras atenda a objetivos múltiplos, tais como, financiamento de déficits públicos e capitalização da empresa privada.

Logicamente, os fundos de pensão se constituem em importante mecanismo de mobilização da poupança privada voluntária e, num ambiente econômico estável, a administração eficiente de suas carteiras de ativos trará **naturalmente** importante contribuição à capitalização da empresa privada nacional. Contudo, o aspecto essencial, repetimos, é o atendimento aos interesses de seus associados.

Dentro dessa perspectiva, sugerimos a eliminação gradual de regras de composição de carteiras, o que impedirá eventuais imposições para aplicações em ativos cujos componentes de risco e retorno esperado não sejam compatíveis com os interesses dos beneficiários dos fundos. A permissão para que essas instituições possam realizar operações de *hedge* em mercados futuros se enquadra perfeitamente dentro desse contexto, proporcionando, inclusive, a conciliação desses interesses com o objetivo de desenvolver o mercado de capitais. As restrições atuais, impedindo que os fundos se protejam dos riscos de flutuações de preços, não fazem sentido do ponto de vista econômico.

A previdência privada deve ser estruturada na hipótese de que o sucesso do fundo de pensão depende do desempenho da economia e do mercado de capitais e da eficiência com que é administrado. A garantia de benefícios pré-determinados é um procedimento que levanta riscos adicionais para o associado, para a empresa patrocinadora e até mesmo para a estabilidade macroeconômica. Como tivemos a oportunidade de observar, estipular benefícios baseados nos últimos salários do associado é uma prática que, numa economia em crescimento, amplia a longo prazo esses riscos, sabendo-se que tais compromissos terão que ser atendidos com a rentabilidade média de investimentos em capital.

Os fundos de pensão devem ser organizados com quotas acumuladas pelos participantes de forma semelhante aos fundos mútuos. Na aposentadoria, aqueles deverão ter a opção de escolher entre o recebimento do valor total de suas quotas ou anuidades, também baseadas na *performance* do fundo. Esta forma de organização facilitaria a devolução, congelamento ou transferência de benefícios acumulados quando um empregado muda de emprego. Assim, evitar-se-ia a realização de perdas de capital pelo trabalhador e, conseqüentemente, a formação de obstáculos à mobilidade de mão-de-obra.

Paralelamente à transformação estrutural dos fundos de pensão fechados, urge a criação de fundos de aposentadoria individual no Brasil, de modo a agregar à previdência privada uma grande massa adicional de trabalhadores.

Full disclosure, liberdade de composição de carteira e de entrada e saída de associados, estrita dependência entre o valor e a rentabilidade das contribuições recolhidas e os fluxos de benefícios futuros devem ser alguns de seus princípios básicos de operação. A administração desses fundos deverá ser realizada por qualquer instituição financeira idônea, que cobrará taxas de administração, livremente negociadas em mercado, por seus serviços de administração financeira.

A idéia é, portanto, reformular a estrutura de funcionamento dos fundos de pensão fechados e agregar novos participantes ao sistema de previdência privada, especialmente empregados de empresas privadas e autônomos, através da criação simultânea dos fundos de aposentadoria individual. As mudanças sugeridas possuem como resultado esperado a transformação **quantitativa** e **qualitativa** da previdência privada e a geração de efeitos positivos sobre o mercado de capitais. A médio prazo, a eficiência dos fundos de aposentadoria individual poderá torná-los em sistema opcional à previdência estatal, a exemplo do que aconteceu no Chile com a "Reforma Previsional" de 1980.

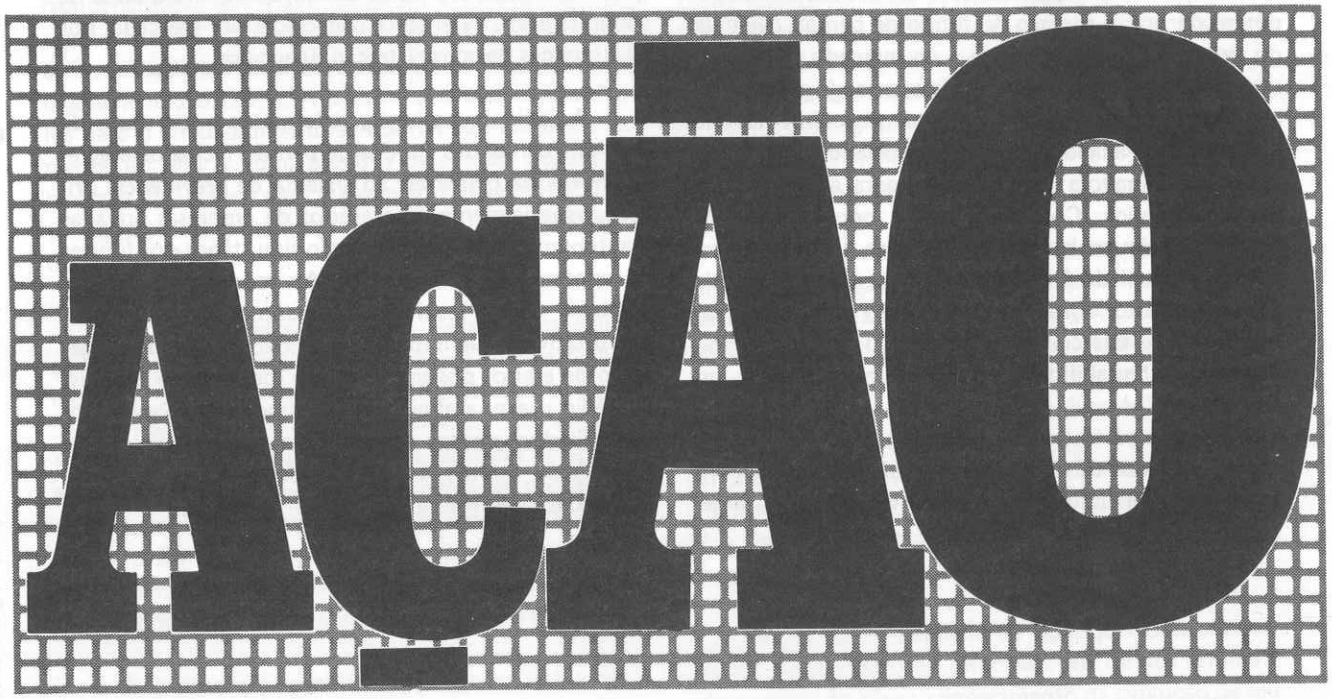
Este símbolo foi criado para assinar os programas de esclarecimento sobre o mercado de capitais, promovidos pelo Codimec com o objetivo de eliminar as deficiências de comunicação entre os principais públicos ligados a esse mercado: empresários emissores e investidores, intermediários e líderes de opinião.

Ele representa o início de um trabalho através do qual o Codimec, atuando como pólo irradiador de mensagens e informações, pretende, através de divulgação, promoção, publicidade e pesquisa, contribuir para eliminar boa parte das dificuldades que inibem o desenvolvimento do mercado.

Graças a esse esforço, as perspectivas de comunicação nos anos 80 são as melhores para o mercado de capitais.

E para todas as pessoas ligadas a ele.

CODIMEC - Comitê de Divulgação do Mercado de Capitais



Este símbolo diz tudo o que o Codimec está fazendo para que a imprensa, o público e o mercado de capitais se comuniquem melhor.

Teoria e Prática do Capital*

Octavio Gouvêa de Bulhões

A formação do lucro empresarial é variada. Daí, em grande parte, o surgimento de tantas construções teóricas para explicar a origem dessa remuneração vital aos sistemas de produção. Trazendo um retrospecto de importantes contribuições a essa área do pensamento econômico, nosso livro "Evolução do Capitalismo no Brasil" refere-se a vários economistas, entre os quais Schumpeter, cuja ênfase às inovações realça a indiscutível fonte do aumento de produtividade. Sem refutar essa notável contribuição, Paulo Rabello de Castro, um dos meus co-autores na referida publicação,[1] em lúcida síntese, destaca a observação de Marshall, ou seja, o lucro gerencial, constituído pela Organização.

É admirável a argúcia e o poder de antecipação de Alfred Marshall, principalmente quando pensamos que o seu trabalho foi primeiramente publicado em 1890. Como filósofo social, sua imaginação visionária captou o fenômeno da Organização em sua essência. Vale a pena ler e reler o Livro IV dos seus *Principles*. Já no primeiro parágrafo ele introduz o conceito de Organização, atribuindo a esta o papel inequívoco de "fator de produção". "O Capital se constitui em grande parte de conhecimento e organização: e destes, uma parte é de propriedade privada e outra parte não. O conhecimento é nossa mais poderosa máquina de produção; nos possibilita dominar a Natureza e obrigá-la a satisfazer a nossos desejos. A Organização apóia o conhecimento; ela tem inúmeras formas, por exemplo, a de uma firma particular, a de várias firmas no mesmo ramo de negócios, a de vários ramos entre si, e a do Estado provendo segurança para todos e auxílio para muitos". E ainda citando Marshall: "A distinção entre propriedade pública e privada do conhecimento e da Organização é de importância considerável e crescente: sob certos aspectos, de maior importância do que a distinção entre propriedade pública e privada dos bens materiais; e também por essa razão parece melhor em alguns casos reconhecer a Organização como um agente de produção distinto dos demais agentes."

Vemos, assim, como na lição de Marshall, o chamado lucro schumpeteriano, retribuição ao espírito inovador, não deve ser atribuído, como no passado, a apenas um gênio individual, mas sim, principalmente, a um grupo organizado, De fato, a intuição marshalliana, pode-se dizer, é simplesmente espetacular. A citação literal desse trecho daquele que foi preceptor de

---

* Texto da Aula Magna proferida no IX Encontro Anual da ANPEC — Associação Nacional de Centros de Pós-Graduação em Economia — em 10 de dezembro de 1981.

1 Ver CASTRO, Paulo Rabello de. "A Questão do Lucro Empresarial", in BULHÕES, Octavio Gouvêa de *et alii, Evolução do Capitalismo no Brasil,* Bloch, 1976.

Keynes em Cambridge é muito oportuna e reveste-se da máxima atualidade, porquanto traduz a origem básica do extraordinário êxito da economia japonesa, expoente de sabedoria na organização empresarial.

Hoje, vivemos o século da Organização, pela urgência que temos em coordenar e controlar atividades e funções econômicas extremamente especializadas. Quanto mais **específica** for a utilização de uma determinada forma de conhecimento, ou de uma certa máquina, mais importantes se tornam as atividades de coordenação e controle, para que cada parte do conjunto produtivo funcione em harmonia com as demais.

De pouco adianta, portanto, o conhecimento acumulado de forma não-organizada. As inovações, geradoras de maior competitividade, dispersar-se-iam, sem adequada utilização, e a maior eficiência decorrente da especialização seria desperdiçada, caso não sofressem o ordenamento gerencial, que Marshall chamou de Organização e que, modernamente, costumamos associar à idéia de Planejamento.

O aumento de produtividade gerado pelas inovações exige, por seu turno, o apoio da disponibilidade de recursos. Os investimentos propiciadores do acréscimo de produtividade são financiados pela poupança.

A poupança, em seu papel intensificador do progresso econômico, talvez seja atribuível a Nassau Senior. A idéia por ele desenvolvida, de transferir recursos do consumo para atender aos investimentos é a base de toda a argumentação de seus continuadores. Semanticamente, foi infeliz na palavra que escolheu para expressar a renúncia ao consumo: "abstinência". Karl Marx, ridicularizando Senior, ponderou que em todo o contraste existe a abstinência.[2] Quem anda, abstém-se de ficar parado; quem descansar, abstém-se de trabalhar. O que, entretanto, parece uma expressão comum, traduz, na verdade, uma alternativa de fundamental importância para a economia, no contraste entre o consumo no presente e o consumo no futuro. Surge aí, bem nítido, o elemento tempo. Nestas condições, como diz Blaug, a palavra "espera", embora sinônima de abstinência, é neutra e deixa marcante a presença de juro. Nas economias coletivistas, a propriedade privada dos meios de produção pode ser negada, mas é inegável a presença de juro. Seja na economia capitalista, seja na economia comunista, o juro registra a espera do resultado dos recursos aplicados nos investimentos.[3]

Os economistas que a partir de Böhm-Bawerk melhor analisaram as simultâneas condições **da espera** e **da produtividade** foram Irving Fisher e Wicksell. Este, a meu ver, revelou-se o mais completo. Além de pedir a atenção para a espera (o elemento tempo na concepção poupança) tem o mérito didático de apresentar dois processos produtivos, um de produção corrente, outro de produção com recursos poupados. Juro é a diferença entre a produtividade marginal dos fatores poupados e a dos fatores utilizados na produção corrente.[4]

Em linguagem mais moderna, diríamos que um investimento novo, dotado de inovação, proporciona um processo produtivo de lucratividade superior aos processos produtivos correntes, oriundos de investimentos passados. Por seu turno, a margem adicional de renda, proveniente da inovação, depende do apoio financeiro às pesquisas e suas aplicações nos investimentos. Como o apoio financeiro representa uma poupança, ou seja o adiamento do consumo, Wicksell, muito sugestivamente, fala em "fatores de produção poupados", na realização dos investimentos. É a implícita advertência de que o simultâneo aumento de procura dos fatores de produção para a expansão do consumo no presente, a par do aumento da procura dos fatores de produção para os investimentos, conduz a um ambiente inflacionário. Se se aumentam os investimentos não é cabível expandir, simultaneamente, o consumo.

Casimiro Ribeiro, baseando-se em Friedrich Lutz, pede a atenção para o "custo de investimento", em termos de renúncia ao recebimento da renda corrente, por parte daquele que oferece capital a um investimento. Essa apresentação reforça a argumentação anterior. Ressalta o "custo da espera" e realça a expectativa de recompensa, pois há renúncia à renda presente, em favor do recebimento de uma renda futura, já que esta deve ser obviamente superior àquela e suficientemente grande para compensar a renúncia de renda durante o período do investimento.

Sendo o elemento tempo a característica da remuneração da poupança, então juro e lucro deveriam ser encarados indiferentemente. Daí a afirmação de Rabello de Castro, quando registra que "do ponto de vista da empresa, tanto o juro explícito quanto os dividendos são obrigações a serem saldadas. Ainda que sob denominações diferentes, os dividendos são, intrin-

---

2 Paul Sweezy, "The Theory of Capitalist Development", p. 82.

3 Mark Blaug, Economic Theory in Retrospect, p. 203 e 252.

4 K. Wicksell, Lectures on Political Economy, Vol. I e II, p. 154 e 192.

secamente, da mesma natureza dos juros: **são juros implícitos".**[5]

Quando computamos a taxa de lucro de uma determinada empresa, revelamos a rentabilidade do seu Capital. A empresa, porém, não utilizou os serviços do Capital gratuitamente. Estes serviços se tornaram disponíveis mediante a aquisição de bens materiais de produção, Conhecimento e Organização, no mercado de fatores de produção, correndo a cobertura financeira deste investimento por conta dos recursos levantados pela empresa junto ao mercado de fundos para investimento. Este mercado se compõe basicamente de fundos para empréstimo e de fundos de participação acionária.

Evidentemente, tanto os empréstimos (e nesta classe incluídas as debêntures) quanto as participações acionárias demandam uma remuneração financeira que, no primeiro caso, é o juro explícito e no segundo caso, o dividendo. **Embora os empréstimos e as participações acionárias obtenham remunerações que o mercado convencionou batizar com nomes diferentes, para a empresa que emprega estes recursos não deve haver diferença intrínseca entre o dividendo e o juro.**

É verdade, porém, que sendo o dividendo um tipo de remuneração de obtenção mais incerta do que os juros explícitos, as participações acionárias normalmente demandam um ágio no mercado de fundos para investimento. Em compensação, a maior flexibilidade no pagamento de dividendos em relação aos prazos fixos dos empréstimos representaria atrativo para que a empresa incorresse no referido ágio.

A simplicidade da sinonímia entre dividendo e juro deixa de ser válida à medida que, na prática, princípios jurídicos e modificações conjunturais vão imprimindo fortes diferenciações no que seria, teoricamente, equivalente.

No financiamento por meio de empréstimo, a empresa devolve o Capital ao credor. No financiamento sob a forma de capital acionário, a empresa retém o capital do acionista. No primeiro caso, o financiador é figura separada da empresa. No segundo caso, o financiador integra-se na empresa. Provavelmente, por força dessa estrutura jurídica, o Fisco considera o juro como despesa dedutível do lucro da empresa, ao passo que o dividendo é considerado parte integrante desse mesmo lucro.

Tal discriminação tributária acarreta sensíveis diferenciações na origem do capital provocando profunda alteração nas preferências da empresa entre essas formas de financiamento, ao embutir significativa desvantagem ao capital acionário e forte estímulo ao endividamento.

Admitamos, hipoteticamente, que um financiamento deva ser remunerado com quantia real de mil cruzeiros. Se este pagamento for sob a forma de juros, estará isento de imposto na empresa. Pelo contrário, será dedutível da receita tributável. Suponhamos ainda um imposto de 20%, devido pela pessoa física que seja credora, em última instância, do financiamento. Este credor contará com uma renda disponível de 800 cruzeiros. Se, entretanto, a empresa optar por financiar-se no mercado acionário e o pagamento for em dividendos, haverá uma incidência tributária de 40% na própria empresa. A disponibilidade de renda para o acionista cairá para 600 cruzeiros. Havendo ainda imposto a pagar pela pessoa física, dos mesmos 20%, sobre os 600 cruzeiros, a renda disponível final passará a ser de 480 cruzeiros. Neste exemplo, o dividendo sofreria uma tributação de 52%, enquanto o juro de apenas 20%.

Do ponto de vista do poupador, é claro, as aplicações em títulos, como lastro de empréstimos, ou em capital acionário, devem apresentar uma esperança de retornos equivalentes, guardadas as diferenças de risco e liquidez entre um e outro instrumento. Assim, nosso exemplo hipotético ressalta que, do ponto de vista **da empresa**, a captação de recursos através do mercado de ações tornou-se, na atual estrutura tributária, expediente extremamente oneroso. Como o poupador sempre requer retornos equivalentes, seja qual for o modo de financiamento que lhe for apresentado, a empresa recorrerá primeiro a empréstimos, até o limite do seu exigível como proporção do capital próprio. Só quando o seu custo efetivo na tomada de empréstimos se aproximar do alto patamar de retorno requerido via dividendo, na ponta do aplicador dos recursos, é que a empresa recorrerá a participações acionárias.

Em face de tão acentuada disparidade tributária, a poupança deixa de ser conduzida através da subscrição de ações, uma vez que a atual estrutura fiscal prestigia, relativamente, os títulos de crédito, em particular os certificados de depósitos a prazo. Por sua vez, a empresa ao perceber também maior vantagem na realização de empréstimos bancários do que no lançamento de ações novas, não hesita em optar pelo empréstimo, tendo por estímulo fiscal a dedução dos juros.

É natural, pois, que na sucessão do tempo, o vulto dos empréstimos tenha se elevado muito mais que a

---

5 Op. cit.

soma do capital acionário. Mas essa opção vem sendo desastrosa. O desastre parte do desconhecimento da solidez financeira representada pelo capital próprio das empresas.

A maneira mais segura de financiar-se um empreendimento é por meio da subscrição de ações novas. Os recursos dos acionistas são integrados ao capital da empresa. Eles assumem o risco do empreendimento, participando dos lucros ou das perdas. Não se quedam afastados. São partes integrantes do fenômeno empresarial e, exatamente por esse motivo, compete-lhes auferir uma taxa de lucratividade superior à remuneração concedida ao capital-empréstimo. Esta diferenciação associada ao risco é natural, e reconhecida pelo mercado.

Entretanto, a tributação do imposto de renda, ignorando Frank Knight, tende a anular a vantagem oferecida pela participação acionária em novos investimentos. A legislação é benigna em relação ao *spread* bancário mas tributa o prêmio ao risco incorrido pelo acionista, pois este prêmio está embutido no dividendo, que por sua vez se enquadra na categoria de lucro. Faz-se desaparecer, então, o estímulo à constituição do capital próprio das empresas. Inutiliza-se barbaramente o melhor procedimento financeiro para a oferta de recursos aos investimentos. Força-se a opção pelos empréstimos.

Neste ponto, cabe abrir um parêntese importante. Os empréstimos não deixam de ter um papel relevante nas operações de prazo curto e médio, ou seja em antecipações de receita de operações já em curso. Pouco se adaptam no entanto, a financiar investimentos, a não ser quando se trata de empréstimos a longo prazo e taxas de juros notoriamente módicas, condições típicas de um passado remoto, quando o imposto de renda deixava prevalecer uma concorrência entre capital de risco e empréstimos.

Atualmente, tornou-se difícil — quase impossível — levar adiante um investimento de maior prazo de maturação sem ser preciso recorrer a uma linha oficial de crédito de fomento. Mesmo assim, as condições do empréstimo têm que ser bastante favorecidas para atrair o empresário privado. O Estado ficará esperando em vão que a iniciativa particular resolva investir quando o esquema de financiamento impõe taxas de juros **reais** fortemente positivas, bem acima da inflação projetada. Mas, como ressaltamos, a recusa não advém da falta de competitividade dos projetos privados, nem do desânimo do empresário nacional, e sim, da incompatibilidade entre o alto patamar de juros reais de longo prazo e a rentabilidade esperada dos investimentos.

Neste caso, portanto, "estatizar" a decisão de investir em nada modifica as proporções econômicas em questão. Também as empresas estatais se encontram hoje, em grande número, presas a delicadas situações de *cash-flow*. Em relação a estas, entretanto, sendo o Estado seu acionista majoritário, o socorro dos créditos suplementares costuma chegar mais rápido.

Fica então a pergunta e a sugestão: por que não tentar devolver, pela mão do próprio mercado acionário, a vantagem natural que dele se suprimiu coercitivamente, se de qualquer modo, o Estado acaba sendo levado a transferir de volta estes recursos para suas próprias empresas mediante subsídios, e até mesmo, para alguns projetos privados incluídos em favorecimentos de crédito semelhantes?

A sugestão tem implicações sobre os novos macroprojetos brasileiros, como Carajás e de ocupação do Cerrado. No primeiro caso, Carajás, o Ministério das Minas e Energia estimava em US$ 36,4 bilhões o potencial de investimentos diretos. A soma é fantástica. Mas não vemos como financiar este montante simplesmente à base de empréstimos, com taxas de juros flutuantes, que absorvem todo o impacto da inflação internacional, além de corrigir integralmente a desvalorização interna de nossa moeda. Os projetos de Carajás e do Cerrado constituem exemplos bem típicos de investimentos de indiscutível rentabilidade, que, não obstante, podem tornar inviável a participação privada se o esquema financeiro não tiver a necessária flexibilidade. Os empréstimos, por exigirem pagamentos certos em datas predefinidas e inflexíveis, representam risco insuportável para a iniciativa particular.

Quanto à alternativa estatal, o risco é o mesmo, se não maior, e para a sociedade como um todo, pois na instância de ser o Estado obrigado a aportar recursos imprevistos, ou decresce a renda disponível pela elevação dos impostos, ou cresce o volume de subsídios sem cobertura fiscal e, daí a maior propensão inflacionária.

Os distúrbios monetários por sinal estão trazendo amargos resultados à opção pelos empréstimos. Embora dedutíveis do imposto de renda, os juros elevados transformam-se em pesado encargo financeiro, com o agravante do encurtamento dos prazos dos empréstimos. É que nas fases inflacionárias ocorre um geral declínio de confiança que se reflete na diminuição dos prazos de crédito, a par do encarecimento do juro. É compreensível, nesse caso, haver por parte das empresas a reação imediata de adiamento dos investimentos, buscando a redução das despesas financeiras. Como medida temporária, a decisão é oportuna, pois favorece o combate à inflação. Todavia, se a ausência de investimentos se prolongar, os aspectos negativos passam a superar os aspectos positivos. A economia entra em prolongada fase recessiva, de duvidosa eficácia à preservação do valor da moeda. A única maneira de evitar esse

desastroso acontecimento consiste em prestigiar o capital acionário. O reforço do capital próprio das empresas traria novo alento aos investimentos, sem o menor prejuízo à política de combate à inflação.

O esforço de tornar flexível a estrutura temporal do passivo das empresas é uma exigência dos tempos incertos que vivemos. A competição internacional também acirra a batalha pela maior produtividade. Esta, por sua vez, além de depender do processo constante de incorporação de novas tecnologias, também implica no bom desempenho da mão-de-obra empregada.

Retornando ao exemplo do Japão, tantas vezes citado, mas pouco imitado, observa-se que naquele País dá-se um valor extraordinário à criação de relações estáveis e de colaboração firme entre os representantes do capital e do fator trabalho. É uma faceta importante do insumo Organização a que aludimos anteriormente.

Pois o sistema nipônico de remuneração à mão-de-obra vai mais longe, introduzindo também na folha de pagamento do pessoal o princípio do risco compartilhado e da flexibilidade nos retornos aos insumos empenhados na produção. Este procedimento se materializa no pagamento de bônus — geralmente duas vezes por ano — aos empregados de cada firma. Trata-se, de fato, de um salário variável, que chega a atingir cerca de 25% da remuneração global da mão-de-obra, segundo o último relatório da OECD sobre o Japão.[6]

Como esses pagamentos via bônus estão associados ao lucro da empresa, sua mecânica se aproxima bastante à dos dividendos. Tal prática reforça o interesse do empregado no desempenho coletivo da empresa. Por outro lado, um esquema de maior flexibilidade sobre uma fração da remuneração total dá margem à acomodação mais rápida da empresa a um ambiente recessivo, minimizando as repercussões negativas sobre o nível de emprego.

Como já disse, em outra parte, fazer do empregado acionista das empresas é finalidade de precípua importância. Constitui política de rara beleza social e econômica. Ainda que seja este um objetivo de difícil consecução, não devemos esmorecer. Poderíamos começar já, pelas empresas de maior porte. Depois, com o tempo, também viriam as pequenas e médias. Ficaria, deste modo, assegurada uma fonte importante de capital próprio, eliminando-se o recurso abusivo aos empréstimos. E, acima de tudo, o crescimento do número de acionistas, ligados a várias organizações financeiras, em diferentes pontos do País, manteria a descentralização de iniciativas. Estaria, finalmente, assegurada a distribuição da renda nacional, sem prejuízo de sua capitalização.

Infelizmente, o PIS — Programa de Integração Social — que poderia ser uma poderosa experiência de capitalização, vem sendo orientado para empréstimos, e ainda, frações substanciais do Fundo são distribuídas por antecipação, desrespeitando o princípio da espera que é cerne do mecanismo de poupança.

Gostaria de concluir, voltando a sublinhar a necessária observância à dinâmica temporal dos investimentos.

A grande distorção dos empréstimos, assinalada em diversas ocasiões, está na exigência do pagamento de juros antes do término do investimento. É uma distorção lamentável porque contraria o princípio do juro advir da espera dos recursos aplicados nos investimentos. A espera é indubitável no caso da subscrição de ações. Na hipótese de empréstimo, os juros estão sendo exigidos durante o período de realização do investimento, tornando seu custo superior ao que corresponderia ao financiamento com base no capital acionário.

Em face dessas ponderações, torna-se inacreditável a insistência governamental de manter a incidência do imposto de renda da pessoa jurídica sobre os dividendos a serem distribuídos aos acionistas. Não se trata de favorecer o **dividendo** e sim, na verdade, de remover um obstáculo que o penaliza, tornando o empréstimo, artificialmente, a única maneira de financiar o investimento. O empréstimo passa a monopolizar como fonte supridora de fundos, em prejuízo de formação de capital.

Há, no entanto, espaço para uma revisão que aproveite não só ao mercado acionário, mas que traga efeitos muito positivos sobre amplos setores da vida econômica nacional.

Aqui procuramos apenas ressaltar algumas dessas vantagens, para suscitar o debate.

---

6 OECD Economic Surveys — *Japan* — July 1981, p. 57.

soma do capital acionário. Mas essa opção vem sendo desastrosa. O desastre parte do desconhecimento da solidez financeira representada pelo capital próprio das empresas.

A maneira mais segura de financiar-se um empreendimento é por meio da subscrição de ações novas. Os recursos dos acionistas são integrados ao capital da empresa. Eles assumem o risco do empreendimento, participando dos lucros ou das perdas. Não se quedam afastados. São partes integrantes do fenômeno empresarial e, exatamente por esse motivo, compete-lhes auferir uma taxa de lucratividade superior à remuneração concedida ao capital-empréstimo. Esta diferenciação associada ao risco é natural, e reconhecida pelo mercado.

Entretanto, a tributação do imposto de renda, ignorando Frank Knight, tende a anular a vantagem oferecida pela participação acionária em novos investimentos. A legislação é benigna em relação ao *spread* bancário mas tributa o prêmio ao risco incorrido pelo acionista, pois este prêmio está embutido no dividendo, que por sua vez se enquadra na categoria de lucro. Faz-se desaparecer, então, o estímulo à constituição do capital próprio das empresas. Inutiliza-se barbaramente o melhor procedimento financeiro para a oferta de recursos aos investimentos. Força-se a opção pelos empréstimos.

Neste ponto, cabe abrir um parêntese importante. Os empréstimos não deixam de ter um papel relevante nas operações de prazo curto e médio, ou seja em antecipações de receita de operações já em curso. Pouco se adaptam no entanto, a financiar investimentos, a não ser quando se trata de empréstimos a longo prazo e taxas de juros notoriamente módicas, condições típicas de um passado remoto, quando o imposto de renda deixava prevalecer uma concorrência entre capital de risco e empréstimos.

Atualmente, tornou-se difícil — quase impossível — levar adiante um investimento de maior prazo de maturação sem ser preciso recorrer a uma linha oficial de crédito de fomento. Mesmo assim, as condições do empréstimo têm que ser bastante favorecidas para atrair o empresário privado. O Estado ficará esperando em vão que a iniciativa particular resolva investir quando o esquema de financiamento impõe taxas de juros **reais** fortemente positivas, bem acima da inflação projetada. Mas, como ressaltamos, a recusa não advém da falta de competitividade dos projetos privados, nem do desânimo do empresário nacional, e sim, da incompatibilidade entre o alto patamar de juros reais de longo prazo e a rentabilidade esperada dos investimentos.

Neste caso, portanto, "estatizar" a decisão de investir em nada modifica as proporções econômicas em questão. Também as empresas estatais se encontram hoje, em grande número, presas a delicadas situações de *cash-flow*. Em relação a estas, entretanto, sendo o Estado seu acionista majoritário, o socorro dos créditos suplementares costuma chegar mais rápido.

Fica então a pergunta e a sugestão: por que não tentar devolver, pela mão do próprio mercado acionário, a vantagem natural que dele se suprimiu coercitivamente, se de qualquer modo, o Estado acaba sendo levado a transferir de volta estes recursos para suas próprias empresas mediante subsídios, e até mesmo, para alguns projetos privados incluídos em favorecimentos de crédito semelhantes?

A sugestão tem implicações sobre os novos macroprojetos brasileiros, como Carajás e de ocupação do Cerrado. No primeiro caso, Carajás, o Ministério das Minas e Energia estimava em US$ 36,4 bilhões o potencial de investimentos diretos. A soma é fantástica. Mas não vemos como financiar este montante simplesmente à base de empréstimos, com taxas de juros flutuantes, que absorvem todo o impacto da inflação internacional, além de corrigir integralmente a desvalorização interna de nossa moeda. Os projetos de Carajás e do Cerrado constituem exemplos bem típicos de investimentos de indiscutível rentabilidade, que, não obstante, podem tornar inviável a participação privada se o esquema financeiro não tiver a necessária flexibilidade. Os empréstimos, por exigirem pagamentos certos em datas predefinidas e inflexíveis, representam risco insuportável para a iniciativa particular.

Quanto à alternativa estatal, o risco é o mesmo, se não maior, e para a sociedade como um todo, pois na instância de ser o Estado obrigado a aportar recursos imprevistos, ou decresce a renda disponível pela elevação dos impostos, ou cresce o volume de subsídios sem cobertura fiscal e, daí a maior propensão inflacionária.

Os distúrbios monetários por sinal estão trazendo amargos resultados à opção pelos empréstimos. Embora dedutíveis do imposto de renda, os juros elevados transformam-se em pesado encargo financeiro, com o agravante do encurtamento dos prazos dos empréstimos. É que nas fases inflacionárias ocorre um geral declínio de confiança que se reflete na diminuição dos prazos de crédito, a par do encarecimento do juro. É compreensível, nesse caso, haver por parte das empresas a reação imediata de adiamento dos investimentos, buscando a redução das despesas financeiras. Como medida temporária, a decisão é oportuna, pois favorece o combate à inflação. Todavia, se a ausência de investimentos se prolongar, os aspectos negativos passam a superar os aspectos positivos. A economia entra em prolongada fase recessiva, de duvidosa eficácia à preservação do valor da moeda. A única maneira de evitar esse

ESTE LIVRO DEVE SER DEVOLVIDO NA ÚLTIMA DATA CARIMBADA

11 NOV 82
2 NOV 82
10 NOV 82
18 NOV 82
21 DEZ. 2012

MOD. B 63 BIBLIOTECA P.U.C.R.J.

O IE JA

PROG SOS*

				Período de Inscrição	Período de Realização
01. C. de Demonstrações Fina				1 a 25.01	25.01 a 15.02
02. C. de Imposto sobre a Ren				1 a 25.01	25.01 a 15.02
03. Seminário sobre Operações				1 a 01.02	01.02 a 10.02
04. C. de Investimentos Releva				special	15.03 a 18.03
05. C. de Introdução ao Merca				2 a 17.03	17.03 a 01.06
06. C. de Analista de Mercado				2 a 17.03	17.03 a 15.07
07. C. de Mercados Futuros de				2 a 29.03	29.03 a 15.04
08. C. de Matemática Financei				4 a 26.04	26.04 a 11.05
09. C. de Matemática Financeira Aplicada ao Mercado de Capitais	36:00	18		26.04 a 11.05	11.05 a 22.06
10. C. de Matemática Financeira Aplicada ao *Open-Market* (2ª Turma)	20:00	10		26.04 a 12.05	12.05 a 27.05
11. C. de Operador de Mercado Aberto	80:00	40		10.05 a 07.06	07.06 a 24.08
12. C. de Análise e Administração Financeira	90:00	45		10.05 a 07.06	07.06 a 01.09
13. C. de Análise Técnica	30:00	15		14.06 a 12.07	12.07 a 04.08
14. C. de Mercados Financeiros Internacionais	60:00	30		21.06 a 19.07	19.07 a 09.09
15. C. Interamericano de Desenvolvimento de Mercado de Capitais	400:00	83		03.05 a 18.06	09.08 a 10.12
16. C. de Mercados Futuros de LTN	15:00	5		19.07 a 09.08	09.08 a 13.08
17. C. de Macroeconomia para Executivos	80:00	40		26.07 a 16.08	16.08 a 27.10
18. C. de Introdução ao Mercado de Capitais	80:00	40		09.08 a 30.08	30.08 a 17.11
19. C. de Investimento para Investidor Institucional	60:00	30		16.08 a 08.09	08.09 a 11.11
20. Ciclo de Conferências de Analista Sênior de Mercado de Capitais	20:00	10		23.08 a 13.09	13.09 a 28.09
21. C. de *Underwriting*	80:00	40		06.09 a 29.09	29.09 a 15.12
22. C. de Gerência de Operações de Câmbio	46:00	23		04.10 a 03.11	03.11 a 14.12
23. C. de Análise Fundamentalista	30:00	15		18.10 a 16.11	16.11 a 09.12
24. C. de Imposto sobre a Renda — Pessoa Jurídica	30:00	15		25.10 a 22.11	22.11 a 15.12

* Sujeita a alterações.

N.Cham. 332.678 1 P
Autor
Título Revista brasileira de mercado de capitais
v.8, n.22, jan. 1982 PUC-Rio - PUCB 00205326

UMA OPÇÃO DO MERCADO

O mercado de opções é uma modalidade de investimento oferecida pela BOVESPA.

As negociações no mercado de opções são simples, mas você deve conhecer as regras básicas para nele operar.

Conheça tudo sobre essa opção de investimento.
Leia: "Introdução ao Mercado de Opções", um livro editado pela Bovespa.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO

Rua Álvares Penteado, 151 - 1º. and. (Centro de Informações Bovespa), Telefone: 258.7222 (Ramais 178 e 261)

Economia se conhece com dados

índice o banco de dados é um centro de estudos, pesquisas, documentação e divulgação sobre a economia brasileira, sob a forma de empresa privada. Há 21 anos, esta organização assumiu o ônus do pioneirismo neste campo de atividade e formou uma equipe de técnicos que acumula e avalia os dados, editando-os em um conjunto de publicações periódicas.

índice o banco de dados tem procurado, através de suas várias publicações, comunicar-se especialmente com os empresários, levando-lhes a informação técnica e a análise política. Seus leitores são também as autoridades dos Poderes Executivo, Legislativo e Judiciário, dos corpos diplomático e consular e membros das câmaras binacionais de comércio e indústria.

índice o banco de dados tem realizado, ao correr dos anos, seminários no exterior sobre a economia brasileira, levando aos investidores norte-americanos e europeus as amplas potencialidades de nosso mercado e desenvolvendo o comércio externo. Nova York, Los Angeles, Frankfurt, Londres, Roma, Tóquio e Paris já foram sedes desses seminários. Também no Brasil o ÍNDICE tem realizado seminários, como o I Encontro Nacional dos Investidores Institucionais, em junho deste ano. O ÍNDICE atribui, ainda, todos os anos, o Prêmio Visconde de Cairu a duas personalidades — uma brasileira, outra estrangeira — que mais tenham contribuído para o desenvolvimento das relações entre Brasil e a Comunidade Européia.

índice o banco de dados edita periodicamente as seguintes publicações: ÍNDICE Diário com uma condensação do noticiário sobre Economia, Finanças e Negócios; ÍNDICE Semanal, com uma análise e dados sobre a conjuntura setorial brasileira; BRAZILIAN INDEX, em inglês, mensal, com informações, estatísticas e levantamento sobre a economia brasileira; ÍNDICE DO BRASIL, anual, em inglês e português, contendo análises e dados da nossa economia. Os assinantes do ÍNDICE Diário podem receber, como complemento, as Fichas Ementárias das notícias e dados publicados. Foram também editados pelo ÍNDICE: S/A para Empresários, Mapa Econômico, Índice do Crédito, Seguro e Habitação, Índice do Leasing, Foreign Capital, Brazil's Energy Policy, Brazilian Foreign Trade, 20 Anos da Economia em Dados, Shopping Centers no Brasil, Índice da Previdência Privada, e This is Petrobrás.

índice o banco de dados também é responsável pela edição do primeiro informativo por terminal de vídeo da América Latina: o **Jornal do Futuro** que, através do Sistema de Computadores da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, transmite, de segunda a sexta-feira, das 8 às 18 horas, informações sobre política, economia, negócios, finanças e outras — inclusive internacionais — de interesse geral.

índice o banco de dados

Rua Alcindo Guanabara, 24 cob.
tel.: 220-0707 — CEP. 20.038
Rio de Janeiro - RJ