

Nós Também Falamos A Linguagem Industrial.

Muitas vezes, a comunicação entre as Companhias de Seguros e seus clientes se torna complicada. Porque as seguradoras pensam basicamente em termos do mundo de seguros, de seus problemas e de seus mercados.

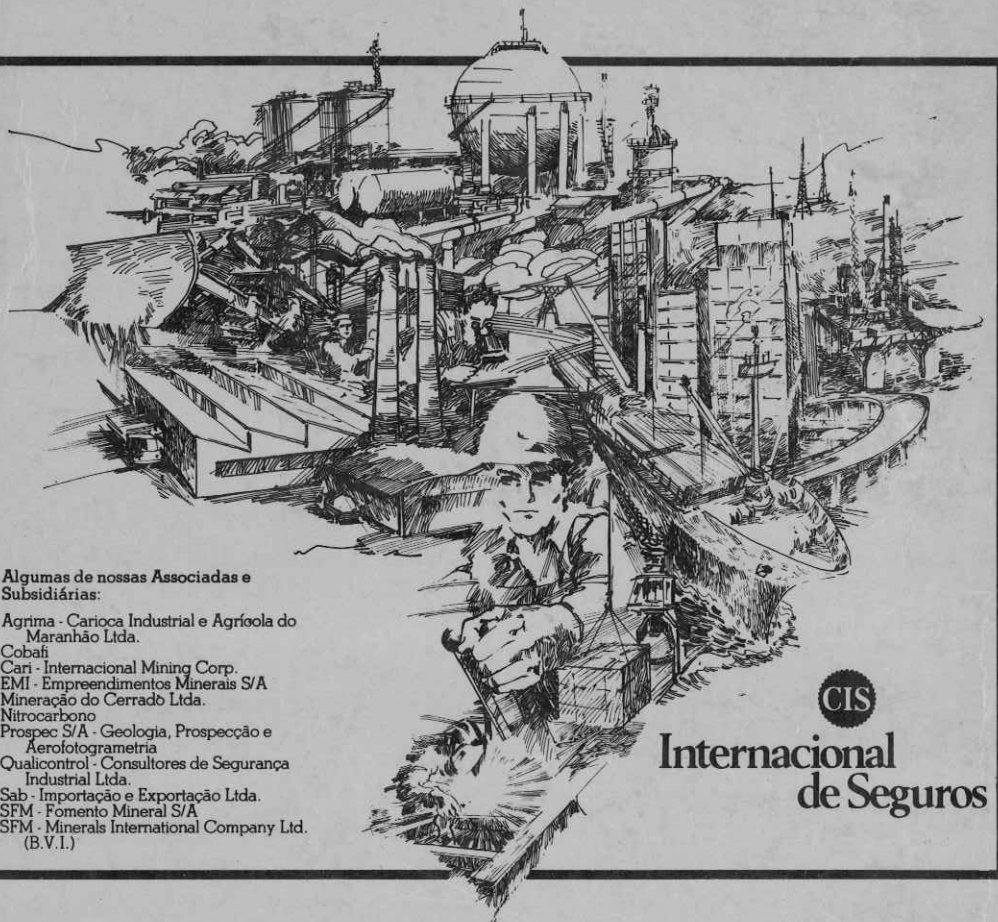
O industrial, por sua vez, nem sempre considera o seguro como um dos fatores mais importantes em toda a sua operação.

Com a CIS não existem esses

problemas de comunicação. Porque a CIS não é apenas uma Companhia de Seguros, mas um diversificado conglomerado, com investimentos em petroquímica, engenharia e indústria de mineração.

Por isso, é fácil para a CIS entender os problemas industriais.

Assim o problema de comunicação e linguagem não existe.



Algumas de nossas Associadas e Subsidiárias:

Agrima - Carioca Industrial e Agrícola do Maranhão Ltda.
Cobafi
Cari - Internacional Mining Corp.
EMI - Empreendimentos Minerais S/A
Mineração do Cerrado Ltda.
Nitrocarbono
Prospec S/A - Geologia, Prospecção e Aerofotogrametria
Qualicontrol - Consultores de Segurança Industrial Ltda.
Sab - Importação e Exportação Ltda.
SFM - Fomento Mineral S/A
SFM - Minerals International Company Ltd. (B.V.I.)

CIS
Internacional de Seguros

Revista Brasileira de Mercado de Capitais - Vol.5 - Nº15 - Set./Dez.1979 * I B M E C

Uma publicação
IBMEC

Vol.5 - Nº15 - Set./Dez.1979

ARTIGOS

Banco Múltiplo versus Especialização no Contexto de Economia em Desenvolvimento — Horacio de Mendonça Netto

Crédito ao Consumidor: Política de Limitação dos Juros Contábeis e seus Efeitos sobre a Taxa de Juros — Clovis de Faro

Capital Estrangeiro e o Estado no Sistema Bancário Brasileiro, 1889-1930 — Steven Topik

A Correção Monetária na Jurisprudência do Supremo Tribunal Federal — Arnaldo Wald

Bancos de Desenvolvimento e o Mercado de Ações — Pedro Carvalho de Mello e Marcos Fernandes Machado

SEÇÃO ESPECIAL

Consequências da Existência de Instituições Financeiras Exercendo Atividades no Mercado de Valores Mobiliários — CVM

15

Revista Brasileira de

Mercado de Capitais

NOTAS E COMENTÁRIOS

Comentários sobre a Atividade Regulatória e a Definição de Conceitos e Práticas Operatórias para as Sociedades Corretoras — Miguel Dirceu Fonseca Tavares

O Commercial Paper — Denis Borges Barbosa

Notas sobre a Organização do Mercado Aberto no Brasil — Alkimar R. Moura

LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

Legislação — Liane Maia Simoni e Gilda Parga Lassance de Oliveira

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

SUPLEMENTO

ANÁLISE CONJUNTURAL FINANCEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS

Walter Lee Ness, Jr. e Rosanne H. Rebelo da Silva

1928

Banco Auxiliar de São Paulo S.A.

1979

Banco Auxiliar SA

auxiliar

tema Financeiro Auxiliar

co Auxiliar SA

co Auxiliar de Investimentos SA

ilium SA Financiamento Crédito e Investimento

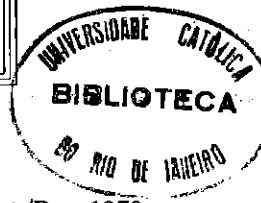
iliar Leasing SA Arrendamento Mercantil

iliar Seguradora SA

iliar Corretora de Seguros SA

etora Auxiliar SA - Câmbio e Títulos Mobiliários

ribuidora Auxiliar de Títulos e Valores Mobiliários SA



Revista Brasileira de

Mercado de Capitais

Vol. 5 - Nº 15 - Set./Dez. 1979

SUMÁRIO

ARTIGOS

- Banco Múltiplo *versus* Especialização no Contexto de Economia em Desenvolvimento - Horacio de Mendonça Netto ... 377
- Crédito ao Consumidor: Política de Limitação dos Juros Contábeis e seus Efeitos sobre a Taxa de Juros - Clovis de Faro ... 385
- Capital Estrangeiro e o Estado no Sistema Bancário Brasileiro, 1889-1930 - Steven Topik ... (395)
- A Correção Monetária na Jurisprudência do Supremo Tribunal Federal - Arnaldo Wald ... 423
- Bancos de Desenvolvimento e o Mercado de Ações - Pedro Carvalho de Mello e Marcos Fernandes Machado ... 441

SEÇÃO ESPECIAL

- Consequências da Existência de Instituições Financeiras Exercendo Atividades no Mercado de Valores Mobiliários - CVM ... 473

NOTAS E COMENTÁRIOS

- Comentários sobre a Atividade Regulatória e a Definição de Conceitos e Práticas Operatórias para as Sociedades Corretoras - Miguel Dirceu Fonseca Tavares ... 489
- O *Commercial Paper* - Denis Borges Barbosa ... (495)
- Notas sobre a Organização do Mercado Aberto no Brasil - Alkimar R. Moura ... 505

LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

- Legislação - Liane Maia Simoni e Gilda Parga Lassance de Oliveira ... 529
- Extratos de Jurisprudência - Maria Cristina de Souza Barbosa e Ariadna Bohomoletz Gaal ... 531

SUPLEMENTO Nº 6 - Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas - Walter L. Ness, Jr. e Rosanne H. Rebelo da Silva

Revista quadrimestral do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais - IBMEC

Registrada no DPF sob o nº 1.295 - P. 209/73
EXPEDIENTE

Diretor Responsável - Horacio de Mendonça Netto

Editor - Maria Bárbara Levy

Coordenador Editorial - Learte Saint-Clair

Secretária Executiva - Ângela Ximenes de Azevedo
CONSELHO EDITORIAL - Horacio de Mendonça Netto, João Regis Ricardo dos Santos,

José Luiz Melo, Maria Bárbara Levy, Nelson Laks Eizirik, Pedro Carvalho de Mello, Walter Lee Ness, Jr.

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

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

Número avulso Cr\$ 120,00

Assinatura Bianual

Nacional - Cr\$ 600,00 (porte simples)
Cr\$ 780,00 (registrado)

Exterior - Américas do Sul e Central - US\$ 43.00 (via superfície) e US\$ 54.40 (via aérea); América do Norte, Portugal, Espanha e colônias ou ex-colônias portuguesas e espanholas - US\$ 56.00 (via superfície) e US\$ 75.40 (via aérea).

Demais Países - US\$ 61.20 (via superfície) e US\$ 72.40 (via aérea).

Composta no IBMEC e impressa na IMPRINTA Fotocomposição e Off-set Ltda. - Rua Sacadura Cabral, 111, Rio de Janeiro, RJ.

205216

INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS

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

CONSELHO DIRETOR: Presidente: Ernane Galvêas; Vice-Presidente: Adolpho Ferreira de Oliveira; Conselheiros: Antônio Milão Rodrigues Lima, Carlos Brandão, Celio de Oliveira Borja, Celso da Rocha Miranda, Christiano Guimarães Fonseca, Francisco Sanchez, Luís Maria Tápias Auguet, Manoel Octávio Penna Pereira Lopes, Marcílio Marques Moreira, Paulo de Oliveira Reis, Sergio Augusto Ribeiro, Victório Fernando Bhering Cabral.

Diretor-Geral: Horacio de Mendonça Netto

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

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

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

v. 23 cm quadrimestral.

— Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas. Rio de Janeiro, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1978.

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

CDU 332.61/63 (05)
CDD 332.605

Se existissem mais 364 Duratex a crise do petróleo não seria mais aquela.



As exportações da Duratex em um ano geram divisas que dão para pagar um milhão de barris de petróleo, o consumo brasileiro de um dia. A Duratex é o principal exportador mundial de chapas duras de fibra de madeira. Exporta louças sanitárias, torneiras, válvulas e registros. E não importa nenhum centavo. Essa posição não chegou de graça. Para conquistá-la, a Duratex investiu milhões de cruzeiros, todos brasileiros. Plantou milhões de árvores. Montou cinco linhas de produção de chapas, que são as mais modernas do mundo, instalou fundições, metalúrgicas, cerâmicas e moinhos. Desenvolveu uma tecnologia de qualidade e uma estrutura comercial para conquistar lá fora os mercados mais sofisticados e vender a preços do Primeiro Mundo e não do Terceiro. E trabalha a toda capacidade 24 horas por dia, 7 dias por semana, 365 dias por ano, para garantir um único dia de petróleo para as necessidades do nosso país. Parece pouco, mas nós fazemos a nossa parte. Se mais 364 empresas fizerem a mesma coisa, nem mais nem menos, a crise volta para o lugar de onde saiu. E em 1980, que é bissexto e tem mais um dia, a gente se esforça mais e exporta mais um pouquinho. Ou faz uma forcinha e economiza um dia de consumo. **DURATEX S.A.**

NORMAS EDITORIAIS DA RBMEC

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

1. *Os artigos poderão ser redigidos em português, espanhol, inglês ou francês.*
2. *Os artigos deverão ser datilografados em espaço dois (incluindo-se as notas de rodapé e citações no texto) e encaminhadas ao Conselho Editorial da Rbmec.*
3. *Todo artigo deverá vir acompanhado de um sumário de seu conteúdo, contendo aproximadamente 150 palavras.*
4. *Todo artigo deverá vir acompanhado de dados sobre o autor concernentes à sua posição profissional e/ou acadêmica.*
5. *Os artigos deverão ter, aproximadamente, 20 páginas, embora artigos maiores ou menores possam ser aceitos a critério do Editor.*
6. *As notas de rodapé mencionando trabalhos publicados deverão conter nome (s) de autor(es), título da obra, local de publicação, editora e ano de publicação. Em caso de citação de artigo, requer-se o título da publicação na qual está inserido, volume, número, data e número da(s) página(s).*
7. *Aos autores de artigos publicados na Rbmec serão enviadas 20 separatas.*

NOTA DO EDITOR

A Rbmec, em seu 15º número, encerrando o quinto volume, apresenta uma vasta gama de artigos e comentários, que atendem plenamente seu objetivo de multidisciplinaridade na abordagem do mercado financeiro. Assim, ao lado de análises econômicas e de finanças estão presentes o enfoque regulatório e a perspectiva histórica. Estão representados os diversos métodos das ciências sociais que por si só indicam nossa preocupação de não privilegiar qualquer teoria em detrimento de outra e, desta forma, garantir aos nossos leitores uma visão ampla da nossa área de preocupações.

Julgamos também que este número se apresenta mais atual e dinâmico, com avaliações originais dos problemas que o mercado financeiro enfrenta mais recentemente, na seção de Notas e Comentários.

A seção de Legislação e Jurisprudência tem se mostrado de grande utilidade para os especialistas e prossegue sem alterações.

Nosso Suplemento — Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas — vem se aperfeiçoando a cada exemplar, aumentando o número de empresas analisadas, de forma a se tornar material de consulta obrigatória para todos aqueles que se interessem pelo desempenho dessas empresas.

ARTIGOS

Banco Múltiplo *versus* Especialização no Contexto de Economias em Desenvolvimento*

Horacio de Mendonça Netto**

Na primeira parte do trabalho são discutidas algumas características econômicas de países em desenvolvimento, ressaltando-se os aspectos relacionados à organização de um sistema financeiro nesses países. A parte subsequente procura situar a controvérsia banco múltiplo *versus* especialização, à luz das especificidades do sistema financeiro nacional. No sentido de contribuir para o debate sobre a configuração adequada de um sistema financeiro em países em desenvolvimento, o autor chama a atenção para problemas como confiança pública, padrões éticos, eficiência e aspectos distributivos, os quais não podem ser desconsiderados na atual discussão sobre o tema banco múltiplo e especialização.

1. A Restrição da Poupança e o Papel do Sistema Financeiro

Os países subdesenvolvidos ou em desenvolvimento distinguem-se dos demais por uma série de características comuns. Provavelmente, a baixa capacidade de formação interna de poupança constitui uma grave limitação desses países, na medida em que cerceia o processo de acumulação de capital e dificulta o crescimento acelerado do produto e do nível de emprego. Altas e persistentes taxas de inflação e desequilíbrios crônicos no balanço de pagamentos também constituem mazelas comuns a muitos países em desenvolvimento gerando, freqüentemente, incertezas e desconfiança no futuro, com óbvias consequências negativas sobre a decisão de in-

* Este artigo é um excerto do trabalho "O Sistema Financeiro no Contexto de uma Economia em Desenvolvimento; A Experiência Brasileira", apresentado pelo autor no Seminário sobre as Instituições Financeiras no Mercado de Capitais, realizado pela Corporación de Sociedades Financieras, em Viña del Mar, Chile, em 1º de dezembro de 1979.

** Horacio de Mendonça Netto é presentemente Diretor-Geral do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC). O autor muito agradece a colaboração recebida de Ailton Coentro Filho, pesquisador do IBMEC. As opiniões expressas neste trabalho refletem pontos de vista do autor, e não necessariamente do IBMEC.

vestimento. A este quadro deve-se ainda acrescentar a não-rara existência de fenômenos, tais como os de instabilidade política, tensões sociais, forte concentração da riqueza etc., que podem gerar sérias dificuldades no estabelecimento e implementação das diretrizes governamentais em suas políticas de desenvolvimento.

Naturalmente, um importante passo na busca de soluções para os graves problemas dos países em desenvolvimento deve ser o encaminhamento de medidas que promovam o crescimento da poupança interna desses países, canalizando-a, de preferência, para as alternativas de investimento que cumulativamente produzam altos retornos sociais. Neste sentido, é importante que as políticas fiscal, monetária e cambial estejam harmonicamente articuladas para proporcionar estabilidade monetária e incentivos à poupança e, ao mesmo tempo, promover uma melhoria crescente na distribuição da riqueza nacional.

Por outro lado, o sistema financeiro e o mercado de capitais dos países em desenvolvimento devem ser dotados de instrumentos financeiros eficazes e de instituições competentes para que a poupança financeira possa ser administrada eficientemente, o que fortalecerá a confiança do público investidor no mercado de capitais.

É inegável que o crescimento da poupança e o processo de acumulação de capital estão diretamente relacionados à presença de um sistema financeiro adequadamente organizado e eficiente. Não é mera coincidência, portanto, o fato de numerosos países em desenvolvimento apresentarem sistemas financeiros atrofiados, operando sob uma obsoleta estrutura de regulamentações que quase invariavelmente não leva em conta as efetivas necessidades da economia do país em questão. Na verdade, uma prática freqüentemente observada em diversos países em desenvolvimento tem sido a assimilação acrítica de modelos financeiros implementados com sucesso em nações mais desenvolvidas, mas cuja tentativa de adaptação às realidades estruturalmente distintas dos países em desenvolvimento resulta, via de regra, na institucionalização de sérias imperfeições.

No contexto da realidade de um país em desenvolvimento, a organização de um sistema financeiro eficiente e adequado às peculiaridades do país certamente deverá enfatizar aspectos relevantes de sua estrutura econômica. É fundamental, por exemplo, que o sistema seja orientado para a alocação de parcela ponderável dos recursos financeiros disponíveis, para aplicações de longo prazo em setores que também respondam por elevados benefícios sociais. Medidas neste sentido irão proporcionar um crescente aperfeiçoamento da infra-estrutura econômica desses países, ao mesmo tempo em que demandarão contingentes crescentes de mão-de-obra, fator normalmente abundante numa economia em desenvolvimento.

Um outro ponto a ser enfatizado diz respeito às profundas desigualdades regionais que também constituem peculiaridades dos países menos desenvolvidos. Com efeito, a organização do sistema financeiro em países em desenvolvimento deve levar em conta a tendência natural de os recursos privados fluírem das regiões mais pobres, onde os investimentos em muitos setores produzem baixos retornos, para as regiões economicamente mais desenvolvidas, onde a rentabilidade do investimento é comparativamente mais elevada. Medidas que dificultem a contínua transferência de recursos das regiões atrasadas para as regiões mais desenvolvidas certamente estarão contribuindo para aliviar as desigualdades regionais e favorecer o crescimento econômico equilibrado, embora provavelmente a uma menor taxa global de crescimento.

É importante, também, que a organização do sistema financeiro de um país em desenvolvimento seja acompanhada por medidas que busquem estimular o hábito de poupança em camadas crescentes da população, educando-as para a conveniência de obterem um maior consumo futuro com a transferência de parte de seu consumo atual para aplicações financeiras que constituam aumento de patrimônio ou riqueza. Da mesma forma, a poupança das empresas — que normalmente expressa a maior parte da poupança privada — deve ser fortemente incentivada, pois o lucro privado constitui com certeza a principal alavanca da acumulação de capital no sistema capitalista.

Para a consecução de tais objetivos é necessário que a atuação da política econômico-financeira governamental esteja firmemente orientada para a promoção da estabilidade econômica e do controle inflacionário, bem como para corrigir as desigualdades acentuadas na distribuição da renda nacional. Este último ponto, inclusive, merece uma atenção especial. Com efeito, os países cuja economia revela graus elevados de concentração da renda caracterizam-se, necessariamente, por uma dificuldade crônica de o sistema de preços cumprir eficientemente seu papel na alocação de recursos.

2. A Controvérsia Banco Múltiplo *versus* Especialização

No que diz respeito ao sistema financeiro brasileiro, cabe tecer alguns comentários sobre a atual controvérsia entre Banco Múltiplo e Especialização.

Uma característica marcante do sistema financeiro brasileiro consiste na segmentação do mercado financeiro. Assim, por exemplo, os Bancos Comerciais especializaram-se em financiamentos de curto prazo e, os Bancos de Investimento, em empréstimos de médio prazo para capital de giro. O sistema formado pelo BNDE e pelos Bancos Estaduais de Desenvolvimento está orientado para financiamentos de longo prazo e para investimentos em capital de risco. O Sistema Financeiro da Habi-

tação centraliza as operações de empréstimos habitacionais e o Banco do Brasil em financiamentos, preponderantemente ao setor agropecuário. As Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento são instituições especializadas no financiamento de bens de consumo. Finalmente, o sistema de distribuição de ações e debêntures está limitado à atuação dos Bancos de Investimento, Sociedades Corretoras e Distribuidoras.

Embora o sistema financeiro nacional esteja caracterizado por segmentos especializados, nos últimos 10 anos tem havido uma tendência crescente de formação de conglomerados financeiros, reunindo, num mesmo grupo, diferentes instituições financeiras. No Brasil, o conglomerado financeiro típico é formado geralmente por um Banco Comercial, Banco de Investimento, Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento, Sociedade de Crédito Imobiliário, Companhia de Seguros, Corretora e Distribuidora de Valores Mobiliários. Os Bancos Comerciais de maior porte, via de regra, são as instituições líderes dos conglomerados financeiros no Brasil. A ampla rede de agências dos grandes Bancos Comerciais brasileiros proporciona aos conglomerados um eficiente sistema de postos de venda dos diversos serviços oferecidos pelas instituições que integram o conglomerado.

A compartimentalização do mercado financeiro e a tendência recente da expansão de grandes conglomerados financeiros vêm suscitando, no Brasil, uma crescente controvérsia em torno das perspectivas do sistema financeiro nacional, colocando em questão a conveniência da Especialização e Independência *vis-a-vis* o Banco Múltiplo. Esta controvérsia provavelmente decorre também das discussões que atualmente se processam nos EUA sobre uma eventual revisão da Glass-Steagall Act (separação das atividades de crédito das de investimento), que extrapolou o debate a nível internacional.

No contexto das economias dos países latino-americanos, contudo, é conveniente levar-se em conta as peculiaridades e necessidades específicas da estrutura econômica desses países, que diferem acentuadamente daquelas encontradas nos EUA. Com efeito, para atender suas demandas sociais, os países em desenvolvimento devem assumir o compromisso de um maior esforço nacional em benefício do crescimento econômico acelerado, o que os coloca em uma situação de demanda por fundos para investimento relativamente mais acentuada do que a observada em países desenvolvidos. Por outro lado, o sistema financeiro norte-americano se estabeleceu a partir da década de 30, com a promulgação da Legislação Federal Básica sobre o Mercado de Capitais, aperfeiçoando-se gradativamente no livre jogo das forças de mercado, em uma conjuntura favorável para sua economia. Isto certamente permitiu à sociedade norte-americana absorver gradualmente conhecimentos sobre seus direitos e riscos envolvidos na aplicação de seus recursos.

Nesta linha, a controvérsia Banco Múltiplo *versus* Especialização pode ser enganosa para os países em desenvolvimento. De fato, é a experiência concreta de cada país que determina as premissas básicas que devem ser respeitadas para um desenvolvimento harmonioso do sistema financeiro em adequada interação com o setor produtivo. Algumas questões relevantes devem ser cuidadosamente analisadas para a identificação da mais adequada solução.

Em primeiro lugar, deve ser compreendido que o mercado financeiro se alinha em valores de confiança pública. Assim, por exemplo, se uma padaria gerar produtos de má qualidade, ela certamente terminará enfrentando prejuízos e encerrará suas atividades; contudo, a indústria do pão não será afetada, porque a sociedade não deixará de comprar pão. No entanto, se uma instituição financeira prestar maus serviços, provocando prejuízos para os investidores, o resultado será bem diferente. Neste caso, acredito como certo que a indústria financeira como um todo sofrerá impacto negativo no que diz respeito à confiança pública, sendo a poupança passível de ser desviada para outras alternativas de investimento, fora do próprio sistema financeiro.

Em segundo lugar, deve-se ter em mente os valores culturais subjacentes à própria indústria financeira, onde a tradição de seus participantes, ou melhor, o efetivo respeito ambiental aos valores tradicionais, exerce importante contribuição para a existência de elevados padrões éticos nas transações. Em qualquer processo de desenvolvimento do mercado de capitais, caso se opte pelo princípio de especialização, não se deve jamais desconsiderar o real porte do mercado, de forma que possa ocorrer competição saudável no sistema de intermediários especializados. Porém, para que tais valores se façam presentes, é condição precíua que este sistema ofereça perspectivas de lucratividade atrativa com gestão eficiente.

A experiência internacional tem mostrado a preocupação de todos os governos na regulação da entrada de novos membros na indústria de intermediação com base, tanto no tamanho do mercado, quanto na tradição empresarial financeira. A experiência internacional também sugere que é muito difícil existirem padrões éticos elevados em instituições financeiras que enfrentam resultados e perspectivas desfavoráveis.

Como a Especialização constitui uma vinculação direta do êxito empresarial ao desempenho do respectivo setor, a terapêutica recomendada para se prevenir imprevistos de gestão que afetem a credibilidade pública deve basear-se na fixação de limites sobre aplicações próprias em relação ao patrimônio líquido e no efetivo acompanhamento da evolução econômico-financeira de cada instituição. E ainda, quando se analisa o desempenho da especialização, vinculado a determinado setor da economia, deve-se ainda meditar sobre as freqüentes alterações nas preferências dos poupadores entre os vários ativos financeiros. Tais alterações podem provocar

freqüente intervenção das autoridades governamentais através das políticas fiscal e monetária, que beneficiam certos ativos financeiros em detrimento de outros. Pelo exposto, a Especialização não deve ser excessivamente restritiva a fim de possibilitar um certo grau de mobilidade da Instituição Financeira em busca de diversificação de receitas operacionais.

Em terceiro lugar, a existência do Banco Múltiplo normalmente irá favorecer as aplicações financeiras mais lucrativas e de mais fácil controle e simplicidade operacional, como as operações de crédito, relegando pois, a plano secundário, as operações de investimento, que supostamente envolvem maior risco empresarial. Tal situação pode conflitar com a política econômica dos países em desenvolvimento, normalmente preocupada com a obtenção de uma maior taxa de investimentos na economia, financiados com ponderável parcela de recursos próprios. Tal quadro pode ser ainda mais crítico quando se convive com um sistema híbrido de Banco Múltiplo/Especialização, em que o primeiro detém vantagens comparativas de porte das instituições, podendo impor condições de reciprocidade que resultam em baixa ineficiência para o sistema financeiro pela alta competitividade nos vários segmentos do mercado, com inevitável privilegiamento para as operações de crédito.

Finalmente, dependendo das peculiaridades econômicas, culturais e territoriais de cada país, a existência de instituições financeiras públicas ou privadas com atuação em âmbito nacional tende inexoravelmente a gerar concentração de poder econômico nas regiões mais ricas do país em detrimento das menos desenvolvidas. Estas, infalivelmente, sofrem perda líquida de poupança, porque as instituições financeiras, por racionalidade econômica, aplicam seus recursos nas indústrias que apresentam menor relação risco-retorno esperado. E estas indústrias estão situadas nas zonas mais ricas do país. O antídoto clássico para solução desses problemas sociais tem sido o aumento da participação do Estado na economia através de políticas de fomento dirigidas para as regiões mais pobres do país.

Ora, a configuração ideal de um sistema financeiro em uma economia de mercado deve admitir uma salutar competição entre os vários membros da indústria financeira, o que proporciona maior eficiência operacional e melhor desempenho da função alocativa, identificando e financiando os projetos mais rentáveis na economia.

Neste quadro, contudo, a discussão não pode se restringir à controvérsia Banco Múltiplo *versus* Especialização, pois caso se identifique a presença isolada de um pequeno número de instituições financeiras de porte relativamente exagerado, tornar-se-á precária a convivência harmoniosa entre as instituições financeiras pelo desequilíbrio de forças na competição pelos negócios, com conseqüente prejuízo na interação do setor financeiro com o setor produtivo.

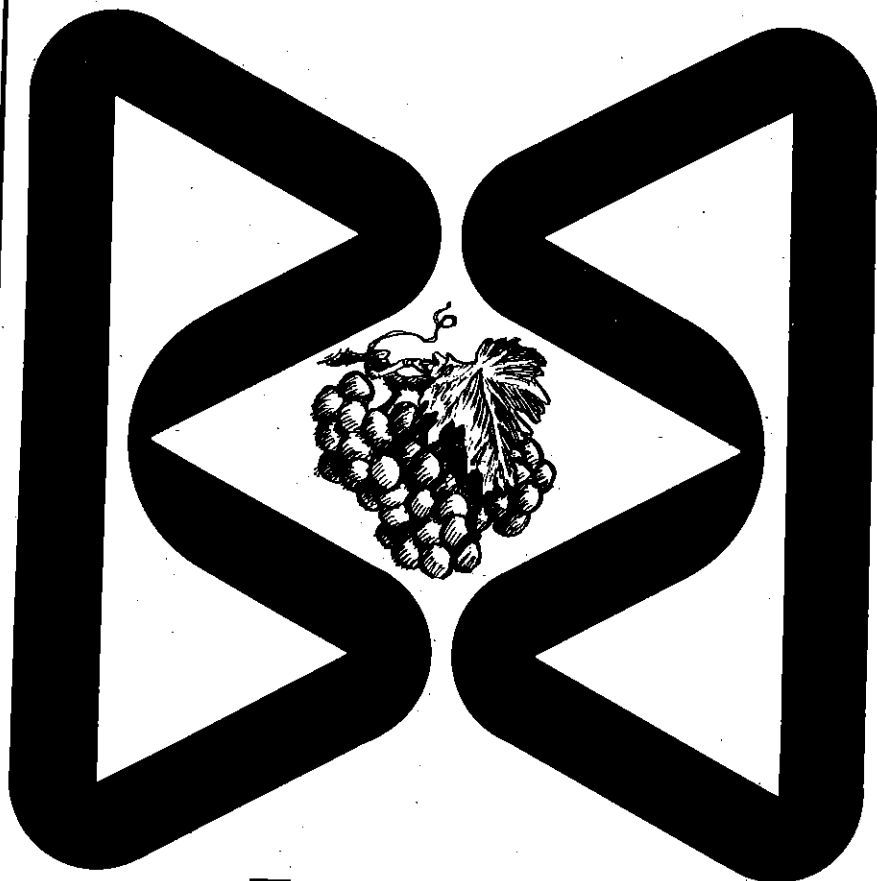
3. Considerações Finais

Inegavelmente, a experiência norte-americana é a mais rica em mercado de capitais, o que naturalmente induziu os países latino-americanos a absorverem forte influência daquele mercado na montagem de seus respectivos sistemas financeiros. Cabe então perguntar: Por que não se buscou utilizar o fundamento básico daquele sistema financeiro, que consiste na limitação da atuação dos bancos comerciais em âmbito regional, como estratégia para evitar a concentração excessiva de poder financeiro?

A resposta está condicionada aos resultados de amplos debates. Isto porque, em primeiro lugar, nos Estados Unidos observa-se a existência de um mercado interbancário que, na prática, diminui a eficácia da limitação regional. Em segundo lugar, não se deve esquecer que qualquer eventual rearrumação institucional deve ser pacientemente analisada, uma vez que mudanças aparentemente corretas, sob o ângulo microeconômico, podem contrariar prioridades maiores da nação, em que o sistema financeiro se insere como ponto estratégico da soberania nacional, uma vez que as grandes instituições financeiras são geralmente controladas por capitais domésticos.

No caso brasileiro, considerando-se a já existência de uma tecnologia financeira moderna, não se deve esperar marcantes modificações no sistema financeiro nacional, mas, tão-somente, aprimoramentos que visam maximizar os níveis de eficiência do processo de articulação entre o setor financeiro e o lado real da economia. Ora, no atual estágio brasileiro, seria pueril pensar-se na plena Especialização do Sistema Financeiro Nacional, e ainda mais privilegiando-se a auto-regulação em âmbito nacional, a não ser que não se deseje proteger a poupança popular ou então que sua proteção deva ser assumida outra vez pelo IOF (Imposto sobre Operações Financeiras), cujo elevado custo social despendido é, até hoje, extremamente lamentado.

Evidentemente, não existe uma configuração ótima de sistema financeiro que seja aplicável a qualquer país. Cada país tem a sua própria realidade e o sistema financeiro irá refletir necessariamente as especificidades de cada economia. Qualquer necessidade de mudança, por melhor que possa ser julgada por determinado segmento da sociedade, quando muito constitui uma simples proposição que deve ser amplamente debatida conforme as regras democráticas. O êxito dos debates muito depende da força dos argumentos baseados em racionalidade, a fim de que sejam suficientemente poderosos para sobrepujarem-se à colocação retórica, sempre presente nas discussões, e que, não raro, não se coaduna com os objetivos do interesse público.



Esta marca rende bons frutos.

Esta é a marca do Grupo Bamerindus. Um conglomerado composto por 20 empresas, 20.000 funcionários, 30.000 acionistas e mais de 6,8 bilhões de capital e reservas.

Um banco comercial com 527 agências e mais 19 empresas oferecem a você inúmeros produtos ou serviços. Seguros,



Nós fazemos parte das soluções

financiamento ao consumidor, Letras de Câmbio, Crédito Rural, enfim, tudo para facilitar a sua vida e desenvolver os seus negócios.

Vamos, cresça junto conosco. Procure a agência Bamerindus mais próxima para conhecer o banco que faz parte das soluções dos seus problemas.

Crédito ao Consumidor: Política de Limitação de Juros Contábeis e seus Efeitos sobre a Taxa de Juros

Clovis de Faro*

Tendo como motivação a recente resolução do Conselho Monetário Nacional que limitou em 30% do preço à vista o acréscimo que podem sofrer mercadorias vendidas a prazo, o propósito do presente artigo é investigar o impacto de tal política nas taxas de juros cobradas em operações de crediário. Evidencia-se que, em cada um dos três modelos analisados de parcelamento de pagamentos, dada a flexibilidade com que se podem fixar o valor da entrada e o número das prestações, a taxa de juros cobrada pode continuar assumindo valores excessivamente elevados.

1. Introdução

Em reunião realizada em 19 de abril de 1979, o Conselho Monetário Nacional, entre outras medidas objetivando combater o recrudescimento inflacionário, resolveu proibir aos estabelecimentos comerciais que operam com recursos próprios a realização de vendas a prazo que impliquem um total de pagamentos superior, em mais de 30%, ao preço à vista. Em outras palavras, os juros contábeis nas operações de crediário ficam limitados ao máximo de 30% do preço à vista.

Entretanto, no que concerne à taxa periódica de juros implícita em cada um dos planos de pagamento, cujos valores têm sido em muitos casos denunciados como abusivos¹, esta nova política não acarreta necessariamente grandes modificações. Uma vez que o valor cobrado a título de entrada é fixado livremente (desde

* Clovis de Faro, Ph.D. em Engenharia Industrial pela Universidade de Stanford, é Coordenador de Projetos Especiais do Instituto de Pesquisa do IPEA (Instituto de Planejamento Econômico e Social), atuando também como Professor Titular da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas e como Professor Visitante do Núcleo de Pós-Graduação em Engenharia, área de concentração em Pesquisa Operacional Aplicada, da UFF.

¹ Veja, por exemplo, Daniel Ribeiro de Oliveira e Clovis de Faro [3, pp. 2-3].

que, obviamente, inferior ao preço à vista), e que o número de prestações é também uma variável sob controle dos estabelecimentos comerciais, a taxa de juros efetivamente cobrada pode variar entre limites bastante amplos.

Inicialmente, tomando por base a obrigatoriedade da soma dos pagamentos ser igual a 130% do preço à vista, concentraremos nossa atenção nas prestações de valores constantes. Temos como objetivo mostrar, para dois modelos básicos de fixação do valor da entrada, o comportamento da taxa mensal de juros cobrada, quando fazemos variar o número de prestações mensais. Adicionalmente, tomando a entrada como uma dada fração do preço à vista, demonstraremos de que forma a taxa de juros pode tornar-se ainda maior mediante a adoção de esquemas de pagamentos variáveis. Especificamente, serão examinadas as prestações que decrescem segundo progressões aritméticas ou geométricas.

2. Prestações Constantes

Analisemos o caso de uma mercadoria cujo preço à vista é V e que, a prazo, pode ser adquirida mediante um pagamento imediato, chamado de entrada e representado por E , mais um certo número n de pagamentos periódicos, denominados de prestações, com valores constantes e iguais a p . Com esta notação, a política de limitar os juros contábeis ao máximo de $100 \times c\%$ do preço à vista é traduzida pela desigualdade:

$$E + np \leq (1 + c) V. \quad (1)$$

Para fins de análise, iremos nos concentrar no caso limite, em que a relação (1) é satisfeita como igualdade. Deste modo, uma vez estabelecido o valor da entrada, segue-se que o valor da prestação, em função do número de pagamentos, será dado de acordo com a expressão abaixo:

$$p = [(1 + c) V - E] / n. \quad (2)$$

Isto é, uma vez fixados os valores de E e de n , o valor da prestação constante fica automaticamente determinado, como explicitado em (2). Resta, então, determinar a taxa periódica de juros que está implicitamente sendo cobrada em tal plano de compra a prazo. Conforme comprova a Matemática Financeira (veja Clovis de Faro [1, pp. 108-12]), esta taxa, aqui representada por i , sob a forma dita unitária, terá seu

valor igual ao da raiz real e positiva (que se garante existir e ser única) da seguinte equação do grau n :

$$V - E = p [1 - (1+i)^{-n}] / i \quad (3)$$

ou, com base em (2)

$$n(V - E) / [(1+c) V - E] = [1 - (1+i)^{-n}] / i. \quad (3')$$

Infelizmente, de uma maneira geral, a solução da equação (3) só pode ser determinada por meio de métodos iterativos, ou com o auxílio de tábuas financeiras (ou, ainda, mediante o uso de suas atuais substitutas, as modernas calculadoras eletrônicas de bolso). Todavia, de forma aproximada, e bastante aceitável nas situações práticas mais comuns, o valor da taxa de juros i pode ser obtido por intermédio da chamada fórmula de Karpin²:

$$i = \frac{2c V [(3+c) V - 3E]}{(V - E) [2nc V + 3(n+1)(V - E)]}. \quad (4)$$

Para termos uma idéia dos valores numéricos da taxa de juros associada a alguns exemplos particulares de interesse prático, consideraremos dois modelos distintos de fixação da entrada.

2.1. Entrada fixada como uma fração do preço à vista

Consideremos o caso em que:

$$E = f V, \text{ para } 0 \leq f < 1. \quad (5)$$

De (2) e de (4), segue-se, então, respectivamente que:

$$p = V(1 + c - f) / n \quad (6)$$

e

$$i = \frac{2c(3 - 3f + c)}{(1 - f)[(2c + 3 - 3f)n + 3(1 - f)]}. \quad (7)$$

Na Tabela 1, supondo-se que o preço à vista seja Cr\$ 1 mil, são apresentados os valores correspondentes da prestação mensal e da taxa mensal de juros, para c igual a 0,3 e para alguns valores escolhidos de f , em função do número n de pagamentos.

² Uma análise do desempenho da fórmula de Karpin é apresentada em Clovis de Faro [2, pp. 44-47].

TABELA 1 – Taxa Mensal de Juros e Prestação Constante para o Caso em que $E = fV$

n	f = 0,05		f = 0,10		f = 0,15		f = 0,20	
	p (Cr\$)	i (%)	p (Cr\$)	i (%)	p (Cr\$)	i (%)	p (Cr\$)	i (%)
1	1 250,00	31,58 (2 593,26)*	1 200,00	33,33 (3 055,98)	1 150,00	35,29 (3 660,00)	1 100,00	37,50 (4 467,01)
2	625,00	20,40 (827,94)	600,00	21,51 (935,96)	575,00	22,73 (1 067,91)	550,00	24,11 (1 235,62)
3	416,67	15,07 (438,95)	400,00	15,87 (485,67)	383,33	16,76 (541,99)	366,67	17,76 (611,17)
4	312,50	11,95 (287,52)	300,00	12,58 (314,51)	287,50	13,28 (346,52)	275,00	14,06 (384,84)
5	250,00	9,90 (210,44)	240,00	10,42 (228,53)	230,00	10,99 (249,47)	220,00	11,64 (274,83)
6	208,33	8,45 (164,70)	200,00	8,89 (177,88)	191,67	9,38 (193,26)	183,33	9,93 (211,45)
7	178,57	7,37 (134,74)	171,43	7,75 (144,91)	164,29	8,18 (156,90)	157,14	8,65 (170,62)
8	156,25	6,53 (113,63)	150,00	6,87 (121,96)	143,75	7,25 (131,62)	137,50	7,67 (142,74)
9	138,89	5,87 (98,28)	133,33	6,17 (105,13)	127,78	6,51 (113,15)	122,22	6,89 (122,46)
10	125,00	5,33 (86,48)	120,00	5,60 (92,29)	115,00	5,91 (99,18)	110,00	6,25 (106,99)
11	113,64	4,88 (77,14)	109,09	5,13 (82,27)	104,55	5,41 (88,18)	100,00	5,72 (94,93)
12	104,17	4,50 (69,59)	100,00	4,73 (74,12)	95,83	4,99 (79,38)	91,67	5,27 (85,21)
18	69,44	3,06 (43,58)	66,67	3,22 (46,27)	63,89	3,40 (49,36)	61,11	3,59 (52,69)
24	52,08	2,32 (31,68)	50,00	2,44 (33,55)	47,92	2,57 (35,60)	45,83	2,72 (37,99)

* Os números entre parênteses denotam as taxas anuais de juros correspondentes.

2.2. Entrada fixada como uma proporção da prestação

Consideremos agora o caso em que:

$$E = Kp, \text{ para } K \geq 0. \quad (8)$$

Logo, das expressões (2) e (4), decorre, respectivamente, que:

$$p = (1 + c) V / (n + K) \quad (9)$$

$$i = \frac{2c(n + k) [(3 + c)n - 2Kc]}{(n - Kc) [(3 + 2c)n^2 + 3n - (n + 3)Kc]} \quad (10)$$

Para alguns valores de K , e utilizando os mesmos parâmetros do caso anterior, são apresentados na Tabela 2 os valores correspondentes da prestação mensal e da taxa mensal de juros, quando se faz variar o número de pagamentos.

TABELA 2 – Taxa Mensal de Juros e Prestação Constante para o Caso em que $E = kp$

n	k = 0		k = 1		k = 1,5		k = 2	
	p (Cr\$)	i (%)	p (Cr\$)	i (%)	p (Cr\$)	i (%)	p (Cr\$)	i (%)
1	1 300,00	30,00 (2 229,81)*	650,00	85,71 (>100000)	520,00	136,36 (>3 x 10 ⁶)	433,33	224,98 (>4 x 10 ⁸)
2	650,00	19,41 (740,40)	433,33	33,61 (3 136,44)	371,43	42,55 (6 940,55)	325,00	53,20 (16 614,95)
3	433,33	14,35 (399,84)	325,00	20,88 (873,31)	288,89	24,62 (1 302,98)	260,00	28,77 (1 978,63)
4	325,00	11,38 (264,49)	260,00	15,14 (442,89)	236,36	17,21 (572,32)	216,67	19,43 (742,10)
5	260,00	9,43 (194,87)	216,67	11,87 (284,21)	200,00	13,19 (342,28)	185,71	14,58 (412,04)
6	216,67	8,05 (153,22)	185,71	9,76 (205,72)	173,33	10,68 (237,93)	162,50	11,63 (274,43)
7	185,71	7,02 (125,72)	162,50	8,29 (160,05)	152,94	8,96 (180,03)	144,44	9,65 (202,07)
8	162,50	6,23 (106,52)	144,44	7,21 (130,58)	136,84	7,72 (144,09)	130,00	8,25 (158,90)
9	144,44	5,59 (92,08)	130,00	6,37 (109,81)	123,81	6,78 (119,72)	118,18	7,19 (130,07)
10	130,00	5,08 (81,23)	118,18	5,71 (94,71)	113,04	6,04 (102,13)	108,33	6,37 (109,81)
11	118,18	4,65 (72,53)	108,33	5,17 (83,11)	104,00	5,44 (88,83)	100,00	5,72 (94,93)
12	108,33	4,29 (65,54)	100,00	4,73 (74,12)	96,30	4,96 (78,77)	92,86	5,19 (83,52)
18	72,22	2,92 (41,25)	68,42	3,12 (44,58)	66,67	3,22 (46,27)	65,00	3,32 (47,98)
24	54,17	2,21 (29,99)	52,00	2,33 (31,84)	50,98	2,38 (32,61)	50,00	2,44 (33,55)

* Os números entre parênteses denotam as taxas anuais de juros correspondentes.

3. Pagamentos Variáveis

Uma maneira de aumentar a taxa de juros cobrada em operações de venda a prazo, mantendo fixos o valor da entrada e o número de pagamentos, é recorrer a esquemas de pagamentos variáveis com o tempo. De modo geral, sendo p_j a prestação vencível j meses após a data da compra, a política de limitação dos juros contábeis implica que, no caso extremo, tenhamos:

$$E + \sum_{j=1}^n p_j = (1+c)V. \quad (11)$$

Objetivamos neste item evidenciar que, em relação às prestações constantes, a taxa de juros será majorada se os pagamentos forem decrescentes. Para tanto, consideraremos dois tipos específicos de parcelamento de prestações.

3.1. Pagamentos decrescentes em progressão aritmética

Analisemos o caso em que, em analogia com o chamado Sistema de Amortizações Constantes (SAC), de larga utilização em empréstimos concedidos pelo Sistema Financeiro de Habitação, é adotado um esquema de prestações decrescentes em progressão aritmética (veja Clovis de Faro [1, pp. 234-36]. Especificamente, o valor de j -ésimo pagamento será dado por:

$$p_j = p_1 - (j-1)r, \quad j=1, \dots, n. \quad (12)$$

onde, para $E = fV$, tem-se:

$$p_1 = \frac{V[2nc + (n+1)(1-f)]}{n(n+1)}. \quad (13)$$

e

$$r = \frac{2cV}{n(n+1)}. \quad (14)$$

Nesse caso, o valor exato da taxa periódica de juros implícita em tal plano de crediário é:

$$i = \frac{2c}{(n+1)(1-f)}. \quad (15)$$

Na Tabela 3, para $c = 0,3$ e para $V = Cr\$ 1 \text{ mil}$, são apresentados os valores correspondentes da prestação inicial, da razão r e da taxa mensal de juros, quando se fazem variar f e n .

TABELA 3 — Taxa Mensal de Juros, Prestação Inicial e Razão, para Pagamentos em Progressão Aritmética e $E = fV$

n	f = 0		f = 0,10		f = 0,15		f = 0,20	
	p_1/i (Cr\$)	i (%)	p_1/i (Cr\$)	i (%)	p_1/i (Cr\$)	i (%)	p_1/i (Cr\$)	i (%)
1	1 300,00	30,00	1 200,00	33,33	1 150,00	35,29	1 100,00	37,50
	—	(2 229,81) ^a	— ^b	(3 055,98)	— ^b	(3 660,00)	— ^b	(4 467,01)
2	700,00	20,00	650,00	22,22	625,00	23,53	600,00	25,00
	100,00	(791,61)	—	(1 010,98)	—	(1 162,61)	—	(1 355,19)
3	483,33	15,00	450,00	16,67	433,33	17,65	416,67	18,75
	50,00	(435,03)	—	(536,08)	—	(603,24)	—	(686,33)
4	370,00	12,00	345,00	13,33	332,50	14,12	320,00	15,00
	30,00	(289,60)	—	(348,89)	—	(387,91)	—	(435,03)
5	300,00	10,00	280,00	11,11	270,00	11,76	260,00	12,50
	20,00	(213,84)	—	(254,03)	—	(279,70)	—	(310,99)
6	252,38	8,57	235,71	9,52	227,38	10,08	219,05	10,71
	14,29	(168,24)	—	(197,80)	—	(216,59)	—	(239,03)
7	217,86	7,50	203,57	8,33	196,43	8,82	189,29	9,38
	10,71	(138,18)	—	(161,21)	—	(175,74)	—	(193,26)
8	191,67	6,67	179,17	7,41	172,92	7,84	166,67	8,33
	8,33	(117,02)	—	(135,80)	—	(147,38)	—	(161,21)
9	171,11	6,00	160,00	6,67	154,44	7,06	148,89	7,50
	6,67	(101,22)	—	(117,02)	—	(126,74)	—	(138,18)
10	154,50	5,45	144,55	6,06	139,55	6,42	134,55	6,82
	5,45	(89,04)	—	(102,59)	—	(111,00)	—	(120,71)
11	140,91	5,00	131,82	5,56	127,27	5,88	122,73	6,25
	4,55	(79,59)	—	(91,42)	—	(98,50)	—	(106,99)
12	129,49	4,62	121,15	5,13	116,99	5,43	112,82	5,77
	3,85	(71,94)	—	(82,27)	—	(88,61)	—	(96,04)
18	87,13	3,16	81,58	3,51	78,80	3,72	76,02	3,95
	1,75	(45,26)	—	(51,28)	—	(55,01)	—	(59,18)
24	65,67	2,40	61,50	2,67	59,42	2,82	57,33	3,00
	1,00	(32,92)	—	(37,19)	—	(39,61)	—	(42,58)

^a Os números entre parênteses denotam as taxas anuais de juros correspondentes.

^b Os valores de r são respectivamente idênticos ao do caso em que $f = 0$.

O cotejo dos resultados da Tabela 3 com os apresentados na Tabela 1 evidencia que o esquema de pagamentos decrescentes em progressão aritmética produz taxas de juros superiores às respectivamente associadas ao esquema de prestações constantes.

3.2. Pagamentos decrescentes em progressão geométrica

Uma vez fixada a razão q , positiva e inferior à unidade, admitamos agora que seja estipulado um esquema de prestações decrescentes em progressão geométrica, de tal forma que:

$$p_j = p_1 q^{j-1} \quad (16)$$

Então, para o caso em que $E = fV$, lembrando-se da expressão da soma de termos em progressão geométrica e tendo em vista a equação (11), segue-se que a prestação inicial será:

$$p_1 = \frac{(1-q)(1+c-f)V}{1-q^n} \quad (16'')$$

Por outro lado, definindo o parâmetro

$$a' = \frac{n(1-q)(1+c-f) - q(1-q^n)(1-f)}{q(1-q^n)(1-f)} \quad (17)$$

pode-se chegar ao valor aproximado da taxa periódica de juros que estará sendo cobrada através da seguinte extensão da fórmula de Karpin:

$$i = \frac{2a'(3+a')q - [2na' + 3(n+1)](1-q)}{2na' + 3(n+1)} \quad (18)$$

Ainda considerando-se que o preço à vista esteja fixado em Cr\$ 1 mil, e que cada prestação seja 5% inferior à precedente (o que implica que se tenha $q = 0,95$), a Tabela 4 apresenta os valores correspondentes da prestação inicial e da taxa mensal de juros, em função de n e de f . Uma vez mais, o confronto com a Tabela 1 evidencia que a taxa de juros é majorada se comparada ao caso de prestações constantes.

TABELA 4 — Taxa Mensal de Juros e Prestação Inicial para Pagamentos em Progressão Geométrica, com $q = 0,95$ e $F = fV$

n	f = 0		f = 0,10		f = 0,15		f = 0,20	
	P ₁ (Cr\$)	i (%)	P ₁ (Cr\$)	i (%)	P ₁ (Cr\$)	i (%)	P ₁ (Cr\$)	i (%)
1	1 300,00	30,00 (2 229,81)*	1 200,00	33,33 (3 055,98)	1 500,00	35,29 (3 660,00)	1 100,00	37,50 (4 467,01)
2	666,67	19,58 (754,87)	615,38	21,70 (955,57)	589,74	22,94 (1 092,12)	564,10	24,32 (1 262,99)
3	455,74	14,61 (413,65)	420,68	16,16 (503,50)	403,16	17,07 (562,75)	385,63	18,09 (635,46)
4	350,42	11,70 (277,26)	323,46	12,93 (330,24)	309,98	13,65 (364,34)	296,51	14,46 (405,64)
5	287,33	9,78 (206,39)	265,23	10,81 (242,73)	254,18	11,42 (266,06)	243,13	12,09 (293,37)
6	245,37	8,43 (164,12)	226,49	9,32 (191,34)	217,06	9,84 (208,41)	207,62	10,41 (228,17)
7	215,47	7,43 (136,32)	198,90	8,21 (157,76)	190,61	8,66 (170,92)	182,32	9,17 (186,58)
8	193,12	6,66 (116,78)	178,26	7,35 (134,22)	170,84	7,76 (145,18)	163,41	8,21 (157,76)
9	175,79	6,04 (102,13)	162,27	6,67 (117,02)	155,51	7,04 (126,23)	148,75	7,45 (136,85)
10	161,99	5,54 (90,99)	149,53	6,12 (103,97)	143,30	6,46 (111,95)	137,07	6,83 (120,96)
11	150,74	5,12 (82,06)	139,15	5,66 (93,61)	133,35	5,97 (100,54)	127,55	6,32 (108,63)
12	141,42	4,77 (74,92)	130,54	5,27 (85,21)	125,10	5,57 (91,64)	119,66	5,89 (98,73)
18	107,83	3,48 (50,76)	99,54	3,84 (57,17)	95,39	4,05 (61,03)	91,24	4,29 (65,54)
24	91,81	2,83 (39,78)	84,74	3,13 (44,75)	81,21	3,30 (47,64)	77,68	3,49 (50,93)

* Os números entre parênteses denotam as taxas anuais de juros correspondentes.

4. Conclusão

Explicitou-se neste artigo que uma política de limitação dos juros contábeis, embora podendo ser eficaz como fator de redução de demanda, não implica necessariamente uma redução na taxa de juros cobrada em operações de crediário. Em particular, o limite fixado em 30% não impede a permanência de casos abusivos, como o de uma taxa anual de juros de 414%, que foi apontado em Daniel R. de Oliveira e Clovis de Faro [3].

Esta afirmativa é ainda mais verdadeira quando se constata que, em anúncio veiculado no Jornal do Brasil que circulou no dia 20 de maio de 1979, a Casa Garson promovia a venda de um TV Philco B-267 à vista, por Cr\$ 4.940,00, ou a prazo com uma entrada de Cr\$ 1.450,00 e mais três prestações mensais do mesmo valor. Nesse caso, os juros contábeis correspondem a somente 17,41% do preço à vista, mas a taxa mensal de juros implícita em tal plano iguala o valor nada razoável de 11,87% (o que corresponde a mais de 284% ao ano).

BIBLIOGRAFIA

- ¹ FARO, Clovis de. *Matemática financeira*. 7. ed. Rio de Janeiro, APEC, 1978.
- ² ———. Taxas de juros em empréstimos com pagamentos constantes: desempenhos das fórmulas aproximadas de Evans e de Karpin, e de suas extensões para o caso de prestações variáveis em progressão geométrica. *Rumos do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, ABDE, a. 2, n. 2, pp. 44-7, set./out. 1977.
- ³ OLIVEIRA, Daniel Ribeiro de & FARO, Clovis de. Crediário ou agiotagem? *Boletim IERJ*, Rio de Janeiro, IERJ, a. 2, n. 5, ago. 1978.

Capital Estrangeiro e o Estado no Sistema Bancário Brasileiro, 1889-1930*

Steven Topik**

Neste trabalho os bancos estrangeiros são analisados *vis-à-vis* a legislação brasileira de fiscalização e controle, muito omissa até a reforma de 1921. Durante a primeira metade da República Velha gozavam esses bancos de mais vantagens frente aos bancos comerciais nacionais graças, especialmente, às facilidades de jogarem com a taxa de câmbio numa economia agrícola e por isso sazonal como a brasileira. O estudo do papel dos bancos das diferentes nacionalidades correspondentes às colônias de imigrantes permitiu chegar a conclusões interessantes. O artigo finaliza com a análise da reforma bancária de 1921 e de suas repercussões na composição do sistema bancário brasileiro anterior a 1930.

Durante a Primeira República os bancos constituíam o cerne da economia brasileira agrícola de exportação em crescimento. Entretanto, não atendiam adequadamente às necessidades do setor agrícola, ou melhor, eles lidavam com os importadores e exportadores, trabalhando mais que proporcionalmente com as casas comerciais estrangeiras. O Estado brasileiro, supostamente dominado por latifundiários, relutava em intervir no sentido de adaptar o sistema bancário às reivindicações da agricultura. A despeito do apoio político ao *laissez faire*, o Estado, no final da República, passou a exercer um controle considerável sobre a emissão de moeda, taxa de câmbio, redescontos, hipotecas, poupança, exportação de ouro e capitalização de bancos estrangeiros, além de ter o controle do maior banco comercial do país (Banco do Brasil) e da Caixa Econômica Federal. Este artigo mostrará o caminho lento, tortuoso e quase acidentado, o qual levou o Estado a se envolver cada vez mais no sistema bancário apesar da oposição ideológica dos políticos a este tipo de orientação. Exigências estruturais da economia brasileira bem como pressões políti-

* Título original: Foreign Capital and the State in Brazilian Banking, 1889-1930. Tradução de Lília Zanetti Freire.

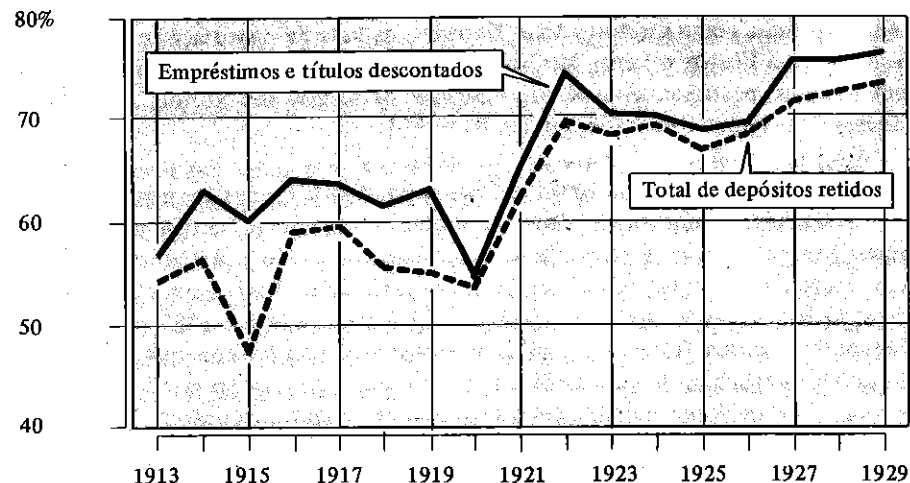
** O autor é Professor da Universidade Federal Fluminense.

cas internas e externas, e não o desejo de burocratas autônomos, forçaram o envolvimento do Estado no sistema bancário. Os fundadores da República desejavam liberar os bancos das restrições que o Império havia imposto, concedendo-lhes, desse modo, uma quase total liberdade. A União canalizava empréstimos para a agricultura e indústria através de bancos privados que gozavam de arbítrio sobre a distribuição de recursos. Em 1905, a União deu um passo importante quando assumiu o controle de uma empresa mista — o Banco do Brasil. O banco executou a política federal através de mecanismos normais de mercado. Um ano depois o governo federal deu outro passo desviando-se de sua pureza ideológica ao estabelecer uma instituição de total propriedade do Estado e por ele administrada — a Caixa de Conversão —, que objetivava a estabilização da taxa de câmbio. A Caixa também operava por meio de transações de mercado em competição com o setor privado. Somente a situação de emergência oriunda da 1ª Guerra Mundial levou os políticos do governo federal a regular a economia através de uma legislação restritiva. O governo federal tornou-se um participante ativo no sistema bancário quando, especialmente durante e após a 1ª Guerra Mundial, passou a emitir moeda a fim de estimular a economia, canalizando-a através do Banco do Brasil e dos bancos privados. Embora não intencionalmente xenófobos, os empréstimos da União aos bancos privados provaram ser nacionalistas em essência pelo fortalecimento do setor bancário brasileiro *vis-à-vis* bancos estrangeiros.

O sistema bancário que a República herdou se desenvolveu para suprir as necessidades do comércio exterior brasileiro. Os bancos estrangeiros dominavam os mercados de capitais locais, envolvendo-se principalmente nas operações bancárias mais lucrativas e seguras da economia: empréstimos comerciais e operações de câmbio. Os bancos britânicos e alemães inicialmente dominavam ambas. Também detinham aproximadamente metade do volume de depósitos durante a primeira metade da República Velha [21, pp. 2 e 3]. Os bancos estrangeiros desempenharam, no Brasil, um papel relativamente mais importante do que em outros países latino-americanos (veja Tabela 1). Os bancos de capital estrangeiro mostraram-se indiferentes às necessidades da economia interna brasileira e a alguns dos objetivos do governo federal. A forte posição ocupada pelos bancos estrangeiros levou, em última análise, o governo federal a tomar medidas que fortaleceram os bancos nacionais e aumentaram a participação governamental no sistema bancário (veja Figura 1).

Desde sua criação os primeiros bancos estrangeiros passaram a dominar as operações de câmbio, porém deixaram as transações bancárias domésticas para os bancos nacionais. As empresas britânicas e alemãs vieram a dominar as operações internacionais devido às vantagens naturais de que gozavam, visto que eram estrangeiros oriundos de nações ricas. A divisão do sistema bancário não se originou de um consenso estabelecido entre firmas nacionais e estrangeiras, e sim derivou dos recursos econômicos internacionais mais vultosos que os bancos europeus manipulavam.

FIGURA 1 — Percentual do Total de Transações Bancárias Efetuadas por Bancos Brasileiros — 1913-1929



Fonte: Compilado de Wileman's *Brazilian Review* [102, pp. 479-80].

TABELA 1 — Depósitos Bancários em 10 Países Latino-Americanos, 1913

País	(em %)	
	Percentual de Depósitos em Bancos Estrangeiros	Percentual de Depósitos em Bancos Nacionais
Brasil	46	54
Uruguai	33	67
Argentina	28	72
Paraguai	—	100
Chile	28	72
Bolívia	17	83
Peru	26	74
Equador	—	100
Colômbia	—	100
Venezuela	—	100

Fonte: W. H. Lough, [71, p. 66] e Wileman's *Brazilian Review* [102, pp. 479-80].

Os bancos estrangeiros no Brasil, predominantemente os britânicos e alemães, até a 1ª Guerra Mundial (veja Tabela 2), eram formados por comerciantes e banqueiros dos países de origem objetivando facilitar as relações comerciais com o Brasil. O London and Brazilian Bank, primeiro banco estrangeiro fundado no Brasil, começou a operar em 1862 com Edward Johnston, chefe da poderosa casa comer-

cial E. Johnston and Co., juntamente com banqueiros britânicos e o presidente da Royal Mail Steam Packet Company [66, pp. 65-66]. O Brazilian and Portuguese Bank (1863), que mais tarde teve seu nome mudado para British Bank of South America, tinha como diretores John Knowles, da casa de importação e exportação Knowles and Foster, e James McGrouther, da casa Janurin and McGrouther, ambas em Londres; posteriormente Matthew Megaw, da Megaw and Norton, foi também diretor do já citado Banco [66, pp. 80, 84 e 169].

Os bancos alemães no Brasil estavam intimamente ligados aos maiores bancos na Alemanha, que por sua vez dividiam diretorias com muitas das maiores empresas industriais germânicas. A razão de os *Great Banks* terem fundado bancos no Brasil era incentivar as vendas, neste país, para as companhias alemães que eles controlavam. O Brazilianische Bank für Deutschland foi fundado em 1887 por German Diskonto-Gesellschaft que, em 1909, tinha representantes nas comissões de controle de 13 companhias de mineração e fundição; duas companhias metalúrgicas, oito empresas de indústria pesada, cinco empresas de produtos químicos, 24 casas comerciais, duas companhias de transporte, 24 empresas no setor agrícola e 23 companhias estrangeiras [49, p. 66], [62] e [60, p. 21]. O Deutsch Übersee Bank (1910) perdeu o controle para o Deutsche Bank que também tinha representantes nas diretorias de inúmeras companhias [60, p. 19] e [71, p. 52].

Os bancos norte-americanos no Brasil também representavam poderosas empresas bancárias e comerciais no seu país. Os Estados Unidos demoraram muito em participar no sistema bancário brasileiro; até o Congresso aprovar a Federal Reserve Act em 1913, os bancos americanos não tinham permissão legal para abrir filiais no exterior. Embora exista alguma evidência de que norte-americanos detinham metade das ações depositadas em um banco brasileiro, em 1895, o primeiro banco norte-americano a abrir uma agência no Brasil foi o First National City Bank of New York, em 1915 [71, p. 65] e [103, pp. 21-22]. Antes disso, até os cônsules americanos no Brasil recebiam seu pagamento através dos bancos britânicos, bancos estes que algumas vezes questionavam o crédito do governo americano¹. Já então, o First National City Bank era um dos maiores bancos nos Estados Unidos; sua expansão para o Brasil facilitou o comércio americano. Ao mesmo tempo em que começou a efetuar transações bancárias, fundou a American International Corporation em conjunto com algumas das empresas mais poderosas nos Estados Unidos: Armour, Great Northern Railway, W.R. Grace and Co., International Nickel, Standard Oil, Anaconda, Westinghouse e A.T. & T. Tais empresas objetivavam estimular o consumo brasileiro de produtos americanos [103, pp. 21-22]. O American Mercantile

¹ Veja a este respeito [83, p. 94]. O Cônsul americano na Bahia, David Burke, relatou que o Presidente do London and Brazilian Bank "não ficou satisfeito de correr o risco de aceitar futuros saques do governo americano (...) e recusa-se a aceitar futuros saques efetuados por mim dependendo de instruções vindas de Londres" [25].

Bank of Brazil operou no período de 1917 a 1921; embora estabelecido no Brasil, o maior número de seus acionistas era constituído de americanos, e sua administração era mista. Este banco afiliou-se ao Mercantile Bank of the Americas [86, pp. 160, 363] e [83, pp. 155, 156]. A American Foreign Banking Corporation, que operou no Brasil de 1920 a 1922, pertencia a um grupo de 35 bancos americanos e um banco canadense [86, p. 77], [83, pp. 156, 304] e [93, p. 439].

Os outros bancos de propriedade estrangeira estabelecidos no Brasil também iniciaram suas atividades através dos bancos e dos comerciantes de seus países, objetivando estimular o comércio com o Brasil. Os bancos italianos, belgas, franceses, escandinavos, holandeses, japoneses, canadenses, portugueses e espanhóis, estabelecidos no Brasil depois de 1910, visavam principalmente o comércio exterior [86, p. 159], [20] e [2]. Apenas em um caso, os brasileiros efetivamente contribuíram com uma parte significativa do capital de um banco estrangeiro: o Banco Português do Brasil, fundado em 1918 em Lisboa, com 50% de capital português e 50% brasileiro. O capital brasileiro originou-se em grande parte de imigrantes portugueses [75, p. 104].

Os bancos estrangeiros dominavam o comércio internacional parcialmente porque, uma vez situados com matriz no exterior, possuíam uma grande reserva de moeda estrangeira, enquanto nenhum banco brasileiro fundava filiais no exterior. Consequentemente, se no Brasil alguém desejasse descontar uma letra em Londres ou Berlim, o lógico seria procurar um dos bancos estrangeiros devido às suas facilidades de efetuar transferência de fundos. Havia muito mais dificuldade para os bancos brasileiros obterem, por exemplo, francos belgas, para realizar uma compra na Bélgica, do que para bancos belgas ou ingleses. Havia uma tendência de os bancos estrangeiros terem à mão substanciais depósitos em caixa em divisas estrangeiras porque se encontravam profundamente envolvidos no comércio internacional.

Dado seu papel de agente de empréstimos externos os bancos estrangeiros tiveram acesso a muitas divisas. Devido ao fato de os bancos estrangeiros terem suas matrizes na Europa e Estados Unidos e aí possuírem uma reputação bastante sólida, os mutuários brasileiros geralmente utilizavam seus serviços para saldar seus empréstimos no exterior. Em muitos casos, os empréstimos seriam simplesmente créditos em moeda estrangeira para liquidar obrigações no exterior do devedor. O dinheiro existente, em muitos casos, não saía dos cofres do empregador.

Os bancos estrangeiros se beneficiavam das grandes comunidades comerciais estrangeiras no Brasil que tendiam a utilizar serviços de bancos de seus respectivos países. Este fato foi documentado por um relatório do Rio de Janeiro em 1925 que listou todos os estabelecimentos comerciais da cidade por nacionalidade do proprietário, fornecendo suas referências de crédito. A análise destas referências revela que os estrangeiros tendiam a utilizar bancos estrangeiros e os brasileiros bancos brasi-

leiros². Ademais, quanto maior a participação de uma determinada nacionalidade no comércio internacional, maior a dependência que eles tinham de bancos estrangeiros³. Consequentemente, os bancos estrangeiros no Brasil gozavam não só das vantagens do capital, do câmbio e das informações fornecidas pelas matrizes de seus países, mas também de uma clientela garantida.

² Utilizando uma amostra aleatória da *Diretoria Comercial* (Rio de Janeiro, 1925), dividimos os bancos, dados como referências pelos comerciantes, em dois grupos: referências que dizem respeito apenas a bancos estrangeiros e referências que incluem pelo menos um banco brasileiro. Os resultados foram:

Companhias	Apenas Estrangeiros	Alguns Brasileiros	Total
Estrangeiras	218	178	396
Brasileiras	32	69	101

Os cálculos revelaram que $X^2 = 17,56$ com um grau de liberdade; portanto a hipótese nula, isto é, a de que não existe relação entre a nacionalidade da firma e a nacionalidade do banco utilizado por elas pode ser rejeitada com 99,9% de certeza. Em outras palavras, há 99,9% de certeza de que os estrangeiros tendem a utilizar bancos estrangeiros e os brasileiros os bancos nacionais.

³ De uma amostra aleatória de companhias das nacionalidades mais representativas, o percentual de companhias que atuavam como despachantes, agentes comerciais, representantes e comerciantes que transacionavam com consignação era calculado e comparado ao tamanho da colônia imigrante no Rio.

Nacionalidades em Ordem Decrescente por Tamanho de Comunidade	Percentagem no Comércio Internacional	Percentual Bancos Estrangeiros Seleccionados	Número de Companhias
Portuguesa	3,5	46	506
Italiana	5,5	60	73
Espanhola	3,6	53	83
Vários	N.D.	79	
Síria	0	32*	80
Francesa	20,0	69	25
Alemã	29,0	81	31
Inglesa	50,0	86	22
Americana	55,7	79	61

Utilizando a medida Tau de Kendal, encontramos uma correlação de 93% entre a classificação de nacionalidades por sua participação percentual no comércio internacional (quanto maior a percentagem de pessoas de uma nacionalidade envolvidas no comércio internacional, mais alta a posição que esta nacionalidade ocupa na classificação), e a classificação de nacionalidades por percentual de apenas bancos estrangeiros seleccionados (quanto mais

cont.

conclusão

propenso estivessem para utilizar apenas bancos estrangeiros, mais alta a posição ocupada na classificação). Podemos ter 99,98% de certeza de que as nacionalidades mais envolvidas no comércio internacional se apoiavam mais fortemente em apenas bancos estrangeiros. Ao mesmo tempo, quanto maior a comunidade estrangeira, mais provável seria seu envolvimento em esferas outras que não o comércio internacional; isto é, as maiores comunidades estrangeiras tais como a portuguesa e a italiana eram compostas de imigrantes que vieram para o Brasil a fim de começar uma nova vida da maneira que pudessem, enquanto as comunidades menores tais como a norte-americana e inglesa eram formadas principalmente por comerciantes que vieram ao Brasil para lidar com o comércio internacional. Novamente utilizando a medida Tau de Kendal, descobrimos uma correlação negativa de 71% entre o tamanho da comunidade e sua participação no comércio internacional, significando que temos 98% de certeza de tal relação.

A predominância de bancos estrangeiros no Brasil teve efeitos deletérios para a economia interna e despertou a ira de muitos nacionalistas brasileiros. Muitos homens de negócio brasileiros ressentiram-se da política de empréstimos dos bancos estrangeiros, que alocavam pouco capital no comércio interno e quase nada na agricultura ou na indústria. O Bank of London and Brazil, por exemplo, desestimulou seus diretores na expansão de empréstimos a fazendeiros ou comissários assim como proibiu-os de fazer empréstimos garantidos por colheitas futuras. A política geral para todos os bancos britânicos no Brasil era evitar hipotecas rurais porque esta operação empatava capital, tornando-o mais suscetível às variações das taxas de câmbio. Em vez disso, preferiam manter seu capital em empréstimos comerciais de curto prazo com altas reservas de caixa [66, pp. 25, 67 e 163]. Outros bancos estrangeiros seguiram os mesmos princípios, a tal ponto que o Ministro de Finanças Bernardino de Campos afirmou em seu *Relatório* de 1898 que enquanto os seis bancos estrangeiros no Rio controlavam 40% do total de depósitos, não emprestavam nada para o setor agrícola e mantinham apenas 550 contos em hipotecas. Os bancos brasileiros nesta mesma época tinham 105.000 contos de empréstimos a curto prazo para a agricultura e adiantavam 117.000 contos em hipotecas [12, p. 199]. A concentração de operações de bancos estrangeiros no comércio internacional é demonstrada pelo fato de que em 1921 dois terços das contas recolhidas por bancos estrangeiros no Brasil eram provenientes de países estrangeiros [19, p. 17]. Os bancos estrangeiros atuavam de modo a ligar mais intimamente o Brasil com o mercado mundial e não para desenvolver o mercado interno e a economia do país.

As raras ocasiões nas quais os bancos estrangeiros que operavam no Brasil investiram na agricultura ou na indústria, transacionaram com companhias de propriedade estrangeira, geralmente da mesma nacionalidade que o banco. O London and River Plate Bank tinha participação na Estrada de Ferro Leopoldina; o Banco Alemão Transatlântico reunia investidores privados alemães na Companhia Industrial

do Itaquary; o segundo maior acionista do Banque Belge de Prêts Fonciers era o Brazilianische Bank für Deutschland; e o Banque Française et Italienne pour l'Amérique du Sud criou, em conjunto com um grupo britânico, a Pernambuco Tramways Power Company [66, pp. 142-47], [42, p. 3.889], [60, p. 24] e [92, p. 776].

Diretores de bancos estrangeiros também dirigiam muitas importantes companhias estrangeiras no Brasil. Um dos diretores do London and River Plate Bank era também diretor da Southern São Paulo Railway, Brazil Railway, Para Electric Railway and Light Company, Pernambuco Tramway and Light Company, e Presidente da Great Western Railway Company [86, pp. 142, 164]. Dois dos diretores do British Bank of South America eram diretores da mais antiga e mais bem-sucedida estrada de ferro do Brasil — a São Paulo Railway, de propriedade britânica; um dos diretores do London and Brazilian Bank também era diretor dessa estrada de ferro [86, pp. 63, 138, 155].

Os bancos estrangeiros serviram em grande parte para reforçar a posição econômica de outros estrangeiros na economia. Os banqueiros estrangeiros simplesmente refletiam a atitude de investidores europeus e norte-americanos em geral: recusavam-se a investir em companhias de propriedade brasileira; buscavam não apenas lucro mas também o controle. Em 1923, quando os britânicos respondiam por mais da metade de todo investimento estrangeiro no Brasil, seus investimentos em companhias brasileiras constituíam menos de 0,5% do total de investimentos [100, pp. 846-8].

Os bancos estrangeiros no Brasil se mostraram mesmo relutantes em servir o comércio interno. Apesar de possuírem o controle de quase a metade dos depósitos bancários do país, os bancos estrangeiros em 1901 descontavam apenas um pouco mais de um terço das letras negociadas no país [21, pp. 3-4]. Em 1919, os bancos estrangeiros mantinham 45% do total de depósitos e descontavam apenas 26% do valor total de todas as letras [31, p. 2] e [102, pp. 479-80].

O insucesso dos bancos estrangeiros em incentivar o desenvolvimento da economia interna brasileira ocasionou reações hostis de brasileiros. Contra eles, o editor da *Gazeta de Comércio e Finança* do Rio protestou em 1895 da seguinte forma: "(...) bancos estrangeiros não têm a menor razão para existir. Não prestam serviços (...) para o desenvolvimento do Brasil; não são instituições de crédito (...) mas simples agências (...) instaladas entre nós com o único objetivo de obter lucros sem arriscar capital (...)” [51, p. 1]*. Tais reivindicações continuaram durante todo o período

* Nota do Tradutor — Algumas citações textuais de fontes originalmente em português podem ter sido alteradas, quanto à forma, pelo duplo processo de versão para o inglês e subsequente tradução para o português a que estas citações foram submetidas.

do da Primeira República. Joaquim Franco de Lacerda, um dos mais respeitáveis porta-vozes da agricultura cafeeira, lamentou em 1899 que um dos problemas mais sérios relativo ao café era que o capital repousava inativo “nos cofres de bancos, principalmente, de bancos estrangeiros” [7, p. 107]. Um outro político paulista, Cincinato Braga, advertiu que “o capital (bancário) que chega aqui é um tipo de bomba de sucção, e depois de sugar os lucros vai embora”⁴.

Comentava-se que os bancos estrangeiros eram não só insensíveis às necessidades da economia interna brasileira, mas freqüentemente prejudiciais aos interesses nacionais. Relutavam em colocar brasileiros em cargos administrativos, para que sua presença não ampliasse o conhecimento no país sobre assuntos relativos a bancos. Os bancos estrangeiros forneciam informações especiais de mercado apenas para seus compatriotas e não para brasileiros [66, p. 22] e [60, p. 4]. O que mais seriamente afetava a economia brasileira era o fato de os bancos estrangeiros terem, supostamente, agravado o déficit do balanço de pagamentos do Brasil facilitando importações, repatriando seus lucros e servindo como agentes para imigrantes que enviavam seus ganhos para fora do Brasil⁵.

Agravando ainda mais esta situação, os bancos estrangeiros empregavam principalmente os recursos brasileiros de seus depositantes para servir ao comércio externo. Tais fundos, portanto, não ficavam disponíveis para a agricultura e indústria doméstica. No Rio, os bancos estrangeiros detinham 45% do total dos depósitos em seus cofres em 1901, porém tinham apenas um quarto do capital realizado dos bancos brasileiros [21, pp. 3-4]. Em 1918, os bancos estrangeiros no país ainda detinham 43% dos depósitos da nação e permaneciam atraindo para o país apenas um quarto do capital do investimento dos bancos nacionais [61, p. 42]. Tão grande proporção de depósitos brasileiros encontrava-se em bancos estrangeiros devido à grande comunidade de imigrantes no Brasil e à participação crescente de brasileiros no comércio exterior. Muitos brasileiros provavelmente também confiavam mais nos bancos estrangeiros, por sua reputação bem firmada e grandes reservas no exterior, do que nos bancos nativos, menores e geralmente mais novos.

A falta de confiança em bancos nacionais, demonstrada pelos depositantes brasileiros, refletia a debilidade do sistema bancário interno. Firms estrangeiras respondiam pela maioria das atividades bancárias de exportação, porém as companhias brasileiras não conseguiam satisfazer às necessidades internas de capital. Esta situação originou-se em parte da natureza dependente da economia brasileira

⁴ Citado em [22, p. 5]; outros exemplos de opiniões contra bancos estrangeiros encontram-se em: [32, p. 1]; [28]; [18]; [52, p. 2]; [29, p. 2]; [30, p. 2]; [84, pp. 45-47]; [70, p. 16]; [64, p. 2]; [55]; [54]; [56]; [5, p. 119] e [34, p. 53].

⁵ Alguns exemplos desta crítica podem ser encontrados em [51, p. 1]; [52, p. 1]; [23, p. 1]; [53]; [47, p. 1] e [65, p. 2].

e em parte de sua pobreza. Banqueiros, tanto brasileiros como estrangeiros, consideravam o comércio exterior o setor econômico mais seguro e lucrativo, e desta forma, canalizavam o insuficiente capital brasileiro para o exterior. Conseqüentemente, muitos estados que exportavam pouco sofriam de uma quase total ausência de infra-estrutura bancária. Até 1920, quatro estados dispunham de apenas um banco nacional cada um [58, p. 12]. Em 1926, São Paulo — o estado brasileiro mais próspero e dinâmico — tinha apenas nove bancos nacionais em contraste com 13 bancos estrangeiros [24, p. 65]. Os bancos nacionais existentes demonstravam relutância em expandir empréstimos a longo prazo, preferindo empréstimos comerciais a curto prazo que podiam ser movimentados mais rapidamente. A inflação, as flutuações do câmbio, e a rápida expropriação de terras pelos fazendeiros — especialmente nas plantações de café — tornavam as hipotecas pouco atrativas à iniciativa privada. Em 1912, indivíduos, e não instituições de crédito, garantiam 82,5% de todas as hipotecas em termos de valor [3] e [43, p. 48]. Essas iniciativas partiam provavelmente de comerciantes e comissários que ofereciam adiantamentos a curto prazo muito mais que empréstimos a longo prazo. Os emprestadores manifestaram sua hesitação em financiar a expansão da agricultura em 1912 empregando mais da metade de seus recursos em imóveis urbanos e suburbanos [3] e [43, p. 48]. O sistema bancário da República, especialmente no início, não estava adequado para estimular a industrialização nem para financiar um setor agrícola sofisticado e próspero.

Especialistas no sistema bancário brasileiro sugeriram várias medidas para tornar os bancos mais integrados às necessidades econômicas do país. As propostas se dividiam em duas categorias. A primeira provocou a adoção de medidas para regular as atividades de bancos estrangeiros: limitar especulação com dinheiro, forçar maiores investimentos de capital, garantir maior supervisão governamental. A segunda categoria envolvia tentativas de fortalecer o sistema bancário nacional para reduzir a influência de bancos estrangeiros. Tais medidas implicavam na participação do Estado em atividades bancárias através de instituições como o Banco do Brasil, a Caixa de Conversão e Estabilização e o Banco Nacional Hipotecário, que emprestavam a bancos privados e proporcionavam facilidades de redesconto. Embora muitas das medidas tomadas pelo governo fossem motivadas pelo desejo de proteger o balanço de pagamentos ou impedir outras crises específicas, tais medidas finalmente resultaram num sistema bancário nacional muito mais forte e numa maior participação do Estado na economia.

Os líderes republicanos herdaram do Império em 1889 uma dívida controlável, uma taxa de câmbio ao par, uma baixa circulação de moeda e um sistema bancário conservador e altamente regulado. Acreditavam que aumentando a quantidade de moeda em circulação e dando liberdade de ação aos bancos privados, o Governo poderia criar o capital que o Brasil não tinha e estimular um rápido desenvolvimento. No período 1860-70, no Império, após lograrem êxito num longo debate com os Liberais, os Conservadores mantiveram, com sucesso, o monopólio do gover-

no sobre a emissão de moeda. No último ano do Império, os Liberais conseguiram novamente o domínio da controvérsia e afrouxaram o controle governamental sobre a moeda⁶. Os primeiros líderes da República deram continuidade à política dos Liberais, acreditando que a remoção do controle estatal da oferta de moeda libertaria o potencial econômico do país. A permissão dada aos bancos privados para aderirem ao antigo monopólio estatal de emissão de moeda levou a um afluxo de dinheiro de curso legal que mais que dobrou o total em circulação em 1896. Isto, por sua vez, deu origem a um estado de euforia no mercado acionário conhecido como Encilhamento, que criou tantos impérios de papel e provocou uma inflação galopante que o *Rio News* observou: "Se a presente taxa de crescimento financeiro for mantida por muito tempo, muito em breve uma pessoa terá que dispor de 100.000 contos (cerca de US\$ 30 milhões) toda manhã a fim de tomar seu café" [85, p. 1]⁷. A emissão privada de moeda também deu origem a uma queda de 50% em dois anos no valor do mil-réis e a grandes déficits no balanço de pagamentos. Em 1893, o governo começou a recuperar o controle sobre o sistema bancário, ao reassumir o monopólio da emissão de moeda [11, p. 72] e [90, pp. 424 e 451].

A experiência com o Encilhamento levou os políticos da República a retomarem práticas mais conservadoras através da tentativa de reduzir a oferta de moeda, equilibrar o orçamento e aumentar o valor do mil-réis. Posteriormente, o governo não criou moeda para estimular o desenvolvimento até a 1ª Guerra Mundial. Mesmo nesta época, apenas as condições extraordinárias causadas pela guerra levaram o governo a aumentar a quantidade de moeda em circulação a fim de compensar uma queda brusca no comércio exterior e nos investimentos estrangeiros [82, pp. 376 e 382]. Quase todas as outras emissões de moeda apenas cobriam os déficits federais incorridos com o grande aparato burocrático, pagamentos da dívida e investimentos em infra-estrutura, tais como estradas de ferro e portos⁸.

A recuperação, por parte do Estado, do monopólio de emissão de moeda não foi uma decisão estritamente autônoma. Embora as más experiências do país com notas bancárias privadas tenham influenciado bastante a decisão dos políticos, financistas britânicos também estimularam a volta ao monopólio estatal. A queda do valor do mil-réis e da receita prejudicou a capacidade governamental para amortizar seus empréstimos. Até 1898, a dívida consumia mais da metade do orçamento federal [90, p. 414]. Como conseqüência, o Presidente do Brasil voltou-se para os Rothschild's a fim de negociar o *Funding Loan* [27, pp. 186, 197].

⁶ Para maiores detalhes, veja [73, pp. 357-78] e [74, pp. 411-31].

⁷ Para maiores detalhes sobre o Encilhamento, veja [91] e [89].

⁸ Para maiores detalhes, veja [82, pp. 376 e 382]; [13, p. 8]; [15, p. 8]; [90, pp. 414-15] e [72, p. 24].

A preocupação com a credibilidade da nação e manutenção da soberania finalmente induziram o governo federal a controlar o mercado de câmbio estrangeiro. Durante o Império e os primeiros anos da República, o mercado de câmbio permaneceu sob o domínio dos banqueiros privados. A política funcionou bem até que o mil-réis sofreu uma queda vertiginosa nos primeiros anos da década de 1890. Muitos republicanos militantes passaram a acreditar que a queda do mil-réis era resultante de uma conspiração de bancos britânicos e alemães que controlavam o mercado de câmbio a fim de desacreditar a República e desse modo restaurar a monarquia (o que provavelmente não era verdadeiro)⁹. De qualquer modo, a desvalorização da moeda brasileira prejudicou seriamente a capacidade do governo de satisfazer suas obrigações externas. Conseqüentemente, o Tesouro Federal estabeleceu um acordo com o maior banco comercial do país — Banco da República; o Ministro da Fazenda forneceu ao banco fundos federais que o banco empregou para sustentar a taxa cambial do mil-réis [14, p. 5]. Tal atitude entrou em conflito com os interesses da classe dominante de fazendeiros, que preferiam uma taxa cambial baixa porque esta proporcionava um retorno maior da exportação, que era transacionada em moeda estrangeira [50, p. 182] e [67, pp. 19-21, 29]. Porém, o crédito governamental e a boa vontade dos estrangeiros pareciam mais importantes para os líderes federais (muitos dos quais também eram fazendeiros) do que os interesses de curto prazo dos outros fazendeiros. Quando o Ministro da Fazenda envolveu, relutantemente, o Tesouro em operações cambiais, tentou permanecer fiel a suas convicções liberais, operando através de um banco privado. Por fim, o governo federal envolveu-se no mercado de câmbio muito mais diretamente.

O Banco do Brasil — de controle estatal, chamado anteriormente de Banco da República — tornou-se o agente governamental no mercado de câmbio. O *Funding Loan* precipitou uma crise bancária no final do século XIX através da retirada de circulação de grandes quantidades de moeda. Como resultado, o Banco da República fracassou. O governo federal tentou apoiá-lo concedendo um empréstimo, porém quando o banco continuou a reagir o governo assumiu seu controle em 1905. Com o nome Banco do Brasil, tornou-se um instrumento do governo federal, que possuía um terço das ações e escolhia o presidente do banco; o banco mantinha, entretanto, a maioria dos acionistas privados (muitos dos quais franceses). O Banco do Brasil recebia fundos federais visando a elevação da taxa de câmbio por intermédio da venda de divisas a preços mais baixos e compra a preços mais altos do que o preço corrente de mercado¹⁰. Manteve esta função durante todo o período da República. Agora, em vez de utilizar um banco privado para operações cambiais como anteriormente, o Estado empregava um banco privado por ele controlado e do qual tinha

⁹ Alguns exemplos do sentimento antibritânico devido à especulação cambial encontram-se em [32, p. 1]; [51, p. 1]; [76, p. 3] e [26, p. 2].

¹⁰ Para maiores detalhes, veja [9, pp. 49-59]; [69, p. 56]; [77, p. 41] e [90, p. 41].

parte da propriedade. Porém, os políticos ainda optaram por submeter-se ao mecanismo de mercado para controlar o câmbio em vez de regulá-lo através de legislação.

O próximo desvio, por parte do Estado, de sua pureza ideológica foi a criação, em 1906, de uma instituição federal para manter o valor do mil-réis: a Caixa de Conversão. A Caixa empregava fundos federais da mesma forma que o Banco do Brasil; comprava e vendia moeda estrangeira de uma maneira anticíclica; também emitia notas com lastro-ouro a fim de substituir as notas não-conversíveis do Tesouro [9, p. 49] e [90, pp. 314-16]. Porém, embora a criação da Caixa tenha sido uma medida mais planejada e intencional do que a tomada do Banco do Brasil, ainda representava uma reação a forças impulsionadas por estrangeiros e não uma decisão autônoma e empresarial.

O governo federal criou a Caixa de Conversão porque a queda nos preços do café no exterior foi tão acentuada no final da década de 1890 que os fazendeiros clamaram por proteção do Estado através de uma sustentação de preços. O governo federal, com uma grande dívida e preocupado com o equilíbrio de seu orçamento, recusou-se a financiar a defesa do café. Os governadores dos estados de São Paulo, Minas Gerais e Rio de Janeiro — estados produtores de café — recorreram, então, a um exportador norte-americano e mais tarde aos banqueiros britânicos, a fim de que lhes fornecessem os recursos com os quais pudessem deixar uma boa quantidade de café fora do mercado visando a elevação do preço. Os estados emprestaram aos fazendeiros 80% do valor de suas colheitas — montante que deveria ser amortizado quando os estados vendessem o café estocado. O empréstimo foi feito em mil-réis, mas o café seria vendido no exterior em moeda estrangeira. Caso a taxa de câmbio do mil-réis subisse repentinamente, os fazendeiros receberiam menos mil-réis por libra de café vendido no exterior e, conseqüentemente, teriam dificuldade para amortizar os empréstimos estaduais. Portanto, os fazendeiros exigiram que o governo federal assegurasse que a taxa de câmbio permaneceria estável. A União criou a Caixa de Conversão exatamente com este propósito. A taxa de câmbio havia apresentado um aumento considerável no período 1900-1906 devido ao *Funding Loan*; portanto a Caixa estabilizou as taxas em um nível relativamente alto [90, pp. 314-16]¹¹. Além de ajudar os fazendeiros, a estabilização da taxa de câmbio incentivou o investimento estrangeiro porque a repatriação de dividendos seria mais previsível. A criação da Caixa de Conversão resultou dos fortes laços do Brasil com a economia mundial e capital estrangeiro.

A 1ª Guerra Mundial forçou o governo a tomar outras medidas em relação ao mercado cambial. A conflagração européia estancou o fluxo de capital estrangeiro ao Brasil e até mesmo causou a rápida repatriação de alguns investimentos anterior-

¹¹ Para maiores detalhes sobre a defesa do café, veja [48]; [59]; [81] e [88].

res. As exportações também caíram, tornando a moeda estrangeira ainda mais escassa. Além disso, o governo brasileiro declarou guerra à Alemanha no final de 1917. A fim de evitar a contínua saída de ouro e, particularmente, evitar que tal saída viesse a ajudar a Alemanha, o Congresso autorizou o governo a inspecionar as transações internacionais de todos os bancos antes que estas fossem completadas. Também votou pela expulsão de todos os bancos e companhias de seguro alemães, porém a guerra terminou antes que esta legislação pudesse ter sido posta em execução [90, pp. 314-16] e [17, p. 8]. Depois da guerra, a moeda brasileira sofreu uma queda vertiginosa, caindo 50% entre 1920 e 1922. Para elevar esta taxa, o governo federal reabriu a Caixa de Conversão, que havia sido fechada em 1914 para evitar uma corrida às reservas externas do Brasil; agora denominava-se Caixa de Estabilização. Por volta do final da República, o Estado foi sendo gradualmente forçado a exercer controle institucionalizado sobre o mercado cambial a fim de proteger a integridade fiscal do Tesouro.

A tomada quase acidental do Banco do Brasil, por parte do Estado, forneceu um mecanismo para influenciar taxas de câmbio e depósitos na esfera do sistema bancário privado, bem como para conduzir o dinheiro federal para os setores da economia que justificavam tal ação. O controle do Banco do Brasil significava que o governo federal podia dirigir as atividades bancárias sem uma intensa regulação; o Banco do Brasil era tão grande que bastavam os mecanismos do mercado para dirigir as atividades bancárias (veja Tabela 2).

TABELA 2 — Distribuição do Sistema Bancário no Brasil, 1912

Operação	(em %)		
	Bancos Estrangeiros	Banco do Brasil	Outros Bancos Brasileiros
Depósitos	35	50	15
Notas Descontadas	37	44	19
Dinheiro em Caixa	39	40	21
Empréstimos	56	19	25
Total	100	100	100

Fonte: Anuário Estatístico do Brasil [3] e Economia e Finanças [43, p. 56].

Antes de adquirir o controle do Banco do Brasil, o governo federal havia emprestado dinheiro para a agricultura, comércio e indústria através de bancos privados, que decidiram a quem emprestar e depois embolsavam os lucros [12, pp. 554 e 556]. Após assumir o controle do Banco do Brasil em 1905, a União pôde orientar o destino dos empréstimos e recebia parte dos lucros deste banco. Tais operações eram vantajosas para o Banco do Brasil também; regularmente pagava juros de 10%

a 20%. O Banco do Brasil tornou-se um agente governamental em empreendimentos, tais como o empréstimo de muitos milhões de dólares ao estado de São Paulo destinado à defesa do café em 1917 e 1921, e outros empréstimos a curto prazo para o comércio e indústria [15, p. 8] e [101, p. 555]. Com o correr do tempo, o governo federal começou a utilizar o Banco do Brasil para um número crescente de funções.

Em 1923, o Congresso finalmente estabeleceu um banco hipotecário federal sob a supervisão do Banco do Brasil. No final do Império e início da República, o Estado havia tentado conceder empréstimos substanciais para a agricultura, embora a Revolução Republicana e o Encilhamento tivessem reduzido esta prática. O Tesouro simplesmente emprestava aos bancos privados, os quais por sua vez, emprestavam à agricultura. O governo federal também havia tentado financiar bancos hipotecários em sete estados, mas estes não conseguiram fornecer garantias suficientes para os empréstimos [12, pp. 554, 556] e [6, pp. 655-56]. Uma tentativa para criar um banco hipotecário nacional em 1909 fracassou quando o Ministro da Fazenda preferiu encorajar os banqueiros franceses a fundarem um banco de empréstimos agrícolas [69, p. 71].

O Banco do Brasil tomou medidas no sentido de abrandar o problema através da criação de uma agência hipotecária, porém, só após a criação, em 1924, de um Banco Hipotecário Nacional, o governo federal assumiu firmemente um papel de auxílio à agricultura por meio de empréstimos. O Tesouro investiu US\$ 5,4 milhões no Banco Hipotecário, a serem emprestados para agricultura e indústria a juros não-superiores a 7%. Vale mencionar que metade dos lucros do Banco Hipotecário pertencia ao Banco do Brasil que, afinal, ainda era em grande parte de propriedade privada [8, pp. 214-15, 245]. O Banco Hipotecário não resolveu todos os problemas relativos à agricultura. A grande maioria dos empréstimos se destinava ao estado de São Paulo e ao Distrito Federal; outros estados, mesmo o poderoso estado de Minas Gerais, continuaram a sofrer grande escassez de capital [104, pp. 56-57].

Inúmeros estados também estabeleceram bancos de crédito agrícola durante a Primeira República, dos quais o mais importante foi o Banco do Estado de São Paulo, criado em 1927. O banco, outro empreendimento de economia mista, foi fundado para supervisionar o programa estadual da Defesa Permanente do Café. O banco foi criado através do mesmo processo tortuoso seguido pelo governo federal em relação ao sistema bancário. Como observamos anteriormente, o estado de São Paulo inicialmente buscou defender o café em uma base *ad hoc* devido à crise de preços no mercado mundial. O Estado havia permitido que banqueiros estrangeiros e exportadores administrassem valorizações anteriores. Apenas em 1924, os políticos paulistas aceitaram a necessidade permanente de uma sustentação institucionalizada ao preço do café; encarregaram o estado de dirigir o programa através do Banco do Estado de São Paulo [48, pp. 242-45]. Minas Gerais havia criado, em

1889, um banco estadual que foi relativamente malsucedido; a Paraíba também fundou um banco estadual em 1912, enquanto que o Rio Grande do Sul e o Paraná também o fizeram em 1928 [4, p. 262] e [104, pp. 56-57].

Embora os políticos tenham incluído empréstimos industriais no domínio do Banco Hipotecário Nacional, a indústria não foi uma grande beneficiária. Exceituando-se o empréstimo industrial criado por Floriano Peixoto e medidas de emergência tomadas durante a 1.^a Guerra Mundial, a indústria nunca recebera muitas alocações federais de recursos. Os industriais mais prósperos do país dependiam mais de lucros reinvestidos do que de empréstimos bancários ou governamentais¹².

Os bancos brasileiros aparentemente se beneficiaram dos fundos federais, administrados pelo Banco do Brasil. O governo federal abriu um precedente para ajudar o setor bancário privado em 1915, quando a União autorizou 100.000 contos em empréstimos a bancos, uma vez que a retirada de fundos por parte de firmas estrangeiras e o declínio na exportação haviam reduzido em muito a oferta de moeda. A medida não discriminava, oficialmente, os bancos nacionais dos estrangeiros, porém todos os empréstimos eram dirigidos para os bancos nacionais. Em 1920, o Congresso criou uma instituição isolada — a Carteira de Redescontos —, dentro do Banco do Brasil, a fim de que esta pudesse descontar os títulos de outros bancos. Bancos estrangeiros sempre puderam recorrer a suas matrizes para redescontos e portanto tinham vantagens sobre seus concorrentes brasileiros. A facilidade de redesconto do Banco do Brasil teoricamente proporcionou aos bancos nacionais meios de movimentar seus títulos rapidamente a fim de aumentar a velocidade com a qual eles reaviam seu capital e, dessa forma, aumentavam seus lucros¹³. Villela & Suzigan afirmam que a Carteira nunca atingiu sua meta porque favorecia mais o governo federal do que os bancos privados [90, p. 153]. Talvez estejam corretos, mas durante a existência da Carteira (1921-1923) a percentagem do total de empréstimos e títulos descontados por bancos brasileiros subiu dramaticamente (veja Figura 1). Depois da abolição da Carteira, o Banco do Brasil permaneceu com um serviço de redesconto e a percentagem do total de empréstimos administrados por bancos nacionais continuou alta.

Quando os governos federal e estaduais intervieram no sistema bancário, geralmente optavam por operar através de transações de mercado. Exceituando-se as operações cambiais, a União mostrava certa lentidão para regular bancos estrangeiros. Em 1915, William H. Lough, enviado pelo governo americano para fazer um relatório sobre as oportunidades bancárias na América Latina, comentou: "Existe não

¹² Para maiores detalhes a este respeito, veja [90, pp. 141-42, 177-78]; [15, p. 7]; [87, pp. 106-7] e [33, p. 113].

¹³ Veja, a este respeito, [15, p. 7]; [77, pp. 68-75] e [24, p. 65].

só uma ausência marcante de leis diretamente aplicáveis aos negócios bancários, mas também uma igualmente notável ausência de controle exercido seja pelo governo seja por associações de bancos" [71, p. 101]. Antes da 1.^a Guerra Mundial o governo não tinha efetivamente tomado nenhuma medida mais rigorosa em relação ao controle de operações bancárias.

Os bancos estrangeiros permaneceram à parte do protesto nacionalista e da regulação governamental por tanto tempo provavelmente porque a maioria da classe dominante os considerava uma dívida. Mesmo os críticos das políticas cambial e de crédito dos bancos estrangeiros lutavam por sua reforma, e não por sua abolição. Os brasileiros mais influentes acolhiam com simpatia os investimentos estrangeiros, e os bancos estrangeiros eram a vanguarda de tais investimentos porque os bancos contribuíam para muitas das necessidades do investidor. Os bancos estrangeiros também facilitavam as exportações que proporcionavam o "pão de cada dia" da classe governante e alimentavam a economia em geral. Na maioria dos casos, as pessoas que tomavam as decisões econômicas no Brasil concordavam com o político Nuno Pinheiro que observou: "todo nosso comércio exterior vive às portas de bancos e estes bancos são estrangeiros. Estamos endividados com estes bancos pela maior parte do desenvolvimento de nosso comércio exterior; sem estas instituições bancárias estaríamos condenados a uma inércia incurável"¹⁴. Conseqüentemente, o governo pôs em prática apenas medidas pouco eficazes em relação aos bancos estrangeiros até que a 1.^a Guerra Mundial forçou a tomada de medidas visando proteger as finanças do país.

A 1.^a Guerra Mundial forçou a União a regular o sistema bancário mais efetivamente. Uma vez que se abriu um precedente, as autoridades governamentais naturalmente sucumbiram depois da guerra às pressões nacionalistas, visando um controle mais severo sobre os bancos estrangeiros. A reforma bancária de 1921 buscou compensar muitas das injustiças nos sistemas bancários contra as quais havia vários protestos.

Este importante acontecimento merece muita atenção. A reforma, em primeiro lugar, deu continuidade à política do tempo de guerra de aprovação prévia para a exportação de metais preciosos do Brasil e criou a Inspeção Geral de Bancos para supervisionar transações cambiais.

A reforma bancária também forçou os bancos estrangeiros a trazer capital para o país em vez de simplesmente utilizar o capital de brasileiros. Um depósito de 100 contos (aproximadamente US\$ 13.000) obrigatório para os bancos estrangeiros que solicitavam autorização para funcionar no Brasil foi a primeira medida tomada

¹⁴ Citado em [62].

neste sentido. A fim de evitar o depósito de 100 contos, os bancos podiam depositar pelo menos 10% de seus depósitos no Banco do Brasil, dessa forma devolvendo pelo menos algum dinheiro brasileiro para os cofres brasileiros.

Uma medida ainda mais drástica tentou aumentar a quantidade de capital que entrava no país e nele ficava. A legislação de 1921 exigia que, a fim de receber autorização para operar no Brasil, um banco estrangeiro capitalizasse um montante de no mínimo 9.000 contos (aproximadamente US\$ 1,17 milhões). Não podiam iniciar uma operação até que 50% de seu capital fossem depositados no Banco do Brasil ou no Tesouro e tinham que iniciar suas atividades dentro do período de um ano a partir da autorização e realizar 2/3 de seu capital dentro de dois anos.

A reforma de 1921 também tomou medidas para proteger os depositantes e os credores brasileiros. A legislação responsabilizava a matriz de bancos estrangeiros por todas as dívidas incorridas por suas filiais no caso de esta ir à falência. Por outro lado, nenhum banco estrangeiro podia responsabilizar suas filiais brasileiras por obrigações contratadas por filiais em outros países.

Finalmente, em resposta a uma campanha feita por grupos nacionalistas — Ação Social Nacionalista —, a lei de 1921 proibia os bancos estrangeiros de discriminarem brasileiros em cargos administrativos e exigia que no mínimo 50% de seus empregados fossem cidadãos brasileiros¹⁵.

Os banqueiros estrangeiros e grande parte da imprensa brasileira protestaram contra a legislação, reclamando que afugentaria o capital estrangeiro e constituiria uma excessiva interferência governamental na economia¹⁶. O ponto de vista de J. P. Wileman, antigo residente no Brasil, cuja opinião geralmente coincidia com a opinião do governo, caracterizava a reação hostil à legislação bancária. Após tomar conhecimento de que a American Foreign Banking Corporation havia recentemente fechado sua filial no Rio, ele comentou: “É surpreendente que até agora não existam mais bancos estrangeiros fechados, uma vez que as leis bancárias brasileiras (...) tudo fizeram para afastar os empreendimentos bancários estrangeiros” [99, p. 103].

A reforma bancária parece ter realmente perturbado o capital bancário estrangeiro. Além da American Foreign Banking Corporation, o American Mercantile Bank of Brazil vendeu sua participação na filial brasileira em 1921, e o Banque Française pour le Brésil et l'Amérique du Sud finalizou suas operações no Brasil em 1922 (isto pode ter ocorrido devido à queda brusca do mil-réis entre 1920 e 1922).

¹⁵ Para maiores detalhes, veja [10, p. 7.147]; [65, p. 2] e [55].

¹⁶ A recepção hostil foi observada em [65, p. 2] e [83, p. 189].

Excetuando-se o Bank of London and South America, que realmente surgiu da fusão de dois bancos já estabelecidos no Brasil, nenhum novo banco estrangeiro estabeleceu-se entre 1921 e o final da Primeira República. Considerando-se que entre 1917 e 1921 nove bancos tinham imigrado para o Brasil, um número que representava um aumento superior a 50% em todos os bancos estrangeiros, parece que a reforma bancária brasileira de 1921 teve realmente um forte impacto na comunidade estrangeira (veja Tabela 3).

TABELA 3 — Bancos Estrangeiros da Primeira República por Data de Autorização de Estimativas de Capital

Data	Nome	Nacionalidade	Valor do Capital e Evidência de Funcionamento
1862	London and Brazilian Bank ^a	Britânica	1901: 13.333 contos 1921: £ 1,25 milhões 1926: 26.667 contos
1863	British Bank of South America ^b	Britânica	1901: 8.888 contos 1921: £ 1,0 milhão 1926: 17.777 contos
1888	Brazilianische Bank für Deutschland	Alemã	1901: 10.000 contos 1920: 15.000 contos 1926: 20.000 contos
1891	London and River Plate Bank	Britânica	1901: 3.500 contos 1920: 3.500 contos
1897	Banque Française du Brésil	Francesa	1901: 10.000 contos 1910: não mais existente
1900	Banque Belge de Prêts Fonciers	Belga	não existia registro bancário em 1909
1906	Banco Aliança	Portuguesa	não existia registro bancário em 1920 ou 1908
1907	Banque du Crédit Foncier du Brésil	Francesa	não existia registro bancário 1909: 100.000 francos
1907	Banco Espanol del Rio de la Plata	Argentina	1918: 800 contos
1910	Banque Française et Italienne pour l'Amérique du Sud ^c	Francesa	1913: 25 milhões francos 1926: 15.000 contos
1911	Banque Brésilienne Italo-Belge	Belga	1913: 20 milhões francos
1911	Deutsche Sudamerikanische Bank	Alemã	1920: 2.205 contos 1926: 7.500 contos

cont.

Data	Nome	Nacionalidade	Valor do Capital e Evidência de Funcionamento
1912	Banco Alemão Transatlântico	Alemã	1913: 3.000 contos 1920: 3.675 contos 1926: 7.350 contos
1912	Banque Française pour le Brésil et l'Amérique du Sud	Francesa	1913: 15 milhões francos 1922: operações findas
1912	Banco Nacional Ultramarino	Portuguesa	1920: 3.000 contos 1926: 3.000 contos
1913	Crédit Foncier du Brésil et de l'Amérique du Sud	Francesa	extinto em 1916
1915	National City Bank of New York	Americana	1920: 3.082 contos 1920: \$ 1 milhão 1926: 9.000 contos
1917	Banco Hollandes da America do Sul	Holandesa	1920: 2.000 contos 1926: 5.000 contos
1917	American Mercantile Bank of Brazil	Americana ^d	1919: \$ 1,2 milhão 1921: operações findas
1918	American Foreign Banking Corporation	Americana	1920: 4.613 contos 1922: operações findas
1919	Yokohama Species Bank	Japonesa	1920: 1.000 contos 1926: 1.000 contos
1919	Royal Bank of Canada	Canadense	1920: 3.933 contos
1919	Banca Italiana di Sconto	Italiana	
1919	Banco Scandinavo-Brasileiro	Norueguesa	1920: 3.750 contos
1920	Banco Português do Brasil	Portuguesa ^e	1920: 50.000 contos 1926: 50.000 contos
1921	Canadian Bank of Commerce	Canadense	1926: 5.705 contos
1924	Bank of London and South America	Britânica	1926: 20.583 contos

Notas:

^a The London and Brazilian Bank juntou-se ao London and River Plate Bank em 1923 para formar o British Bank of London and South America [57, p. 95].

^b O British Bank of South America primeiramente era denominado Brazilian and Portuguese Bank. Em 1866 tornou-se English Bank of Rio de Janeiro e em 1891 British Bank of South America [66, pp. 65 e 139]. Em 1920 o Anglo-South American Bank o comprou [57, p. 96].

^c O Banque Française et Italienne absorveu o Banco Commerciale Italo-Brasileiro em 1910 e o Banco Suizo Sud-Americano [86, p. 73].

^d O American Mercantile Bank era tecnicamente brasileiro, porém os americanos possuíam a maioria do capital acionário e metade das funções administrativas [83, pp. 155-56].

^e O Banco Português era 50% de propriedade portuguesa e 50% de propriedade brasileira [75, p. 104].

Fonte: D. Joslin [66, pp. 65 e 139]; Brasil [16]; Indústria e Comércio [61, p. 43], [63, p. 31]; Brazilian Review [21, p. 2]; Wileman's Brazilian Review [94, p. 1.471], [95, pp. 1.671-72], [96, p. 7.115], [97, p. 1.783], [98, p. 1.857]; Jornal do Comércio [65, p. 2]; Almanack Correio da Manhã [1, p. 10]; Diário Oficial [35, p. 5.120], [36, p. 5.657], [37, p. 5.738], [38, p. 5.803], [39, p. 5.941], [40, pp. 6.233-34 e 45], [41, p. 7.731]; Pan American Bulletin [80, p. 541].

A reação dos capitalistas estrangeiros à reforma de 1921 demonstrou novamente que os investidores da Europa e dos Estados Unidos não tinham interesses monolíticos. Os bancos há muito estabelecidos com empreendimentos substanciais no Brasil quase não foram afetados pela lei. Na verdade, beneficiaram-se da legislação quando no ano seguinte o Presidente Arthur Bernardes aboliu a supervisão federal do embarque de ouro e prometeu um orçamento equilibrado, um sistema bancário central, retirada da moeda inconvertível, e uma comissão especial para servir à dívida externa. O governo federal estava ampliando seu controle sobre atividades estrangeiras, mas também estava promovendo um clima econômico mais seguro e previsível que atraía os maiores bancos e há mais tempo estabelecidos no Brasil e os nossos credores europeus e norte-americanos. Como no caso da reação estrangeira à criação da Caixa de Conversão, os especuladores estrangeiros à busca de lucros de curto prazo se opuseram à crescente regulação governamental, enquanto os bancos, que serviam como agentes para investidores ou eram por si próprios investidores, desejavam a economia e a moeda estáveis¹⁷.

O sistema bancário brasileiro serve como outro exemplo da precaução do governo, a boa vontade existente da classe dominante brasileira com relação ao investimento estrangeiro — embora algumas vezes se opondo a certos tipos de investimento — e a desconfiança nos empreendimentos governamentais. O governo envolveu-se nas atividades bancárias com relutância. A ameaça de falência do Banco da República e uma corrida bancária nacional envolveram a União nas atividades bancárias em grande escala. Gradualmente, outras medidas paleativas, tais como a defesa do café, originaram uma necessidade maior da participação financeira do Estado na economia. A proteção às finanças do governo forçaram-no a regular o mercado.

¹⁷ Veja [44, p. 1.072]; [45, p. 1.183] e [46, p. 1.026]. [79] e [78] não comentam a legislação bancária brasileira, certamente por não a considerarem muito relevante; veja também [9, p. 50].

cambial e o volume de moeda em circulação. A 1ª Guerra Mundial delineou uma linha divisória nas atividades bancárias: o êxodo de capital estimulado pela guerra, a subsequente restrição ao crédito interno, e a depressão nos anos do pós-guerra inspiraram ações federais muito mais rígidas. Porém, o principal objetivo do governo não era proteger os bancos brasileiros, mas sim o orçamento governamental e o balanço de pagamentos do país. O governo queria simplesmente assegurar que os bancos estrangeiros agissem de maneira consoante com os interesses da nação. Foi de algum modo coincidente o fato de que o resultado da intervenção econômica governamental foi um fortalecimento dos bancos nacionais. Contudo, as atividades do Estado no sistema bancário tomaram-se progressivamente mais influentes e o Estado agiu de uma maneira que provou ser nacionalista em seus resultados, se não no seu propósito. No final da República, o Estado brasileiro se encontrava entre aqueles que mais ativamente se envolviam em atividades bancárias [68, pp. 114-17].

TABELA 4 — Bancos Estrangeiros Existentes em Determinados Anos, por Nacionalidade

Nacionalidade	1890	1895	1900	1905	1910	1915	1920	1925	1930
Argentina	0	0	0	0	1	1	1	1	1
Belga	0	0	1	1	0 ^a	1 ^b	1	1	1
Britânica	2	3	3	3	3	3	3	2 ^c	2
Canadense	0	0	0	0	0	0	1	2	2
Holandesa	0	0	0	0	0	0	1	1	1
Francesa	0	0	1	1	2 ^d	4	4	3	3
Alemã	1	1	1	1	1	3	3	3	3
Italiana	0	0	0	0	0	0	1	1	1
Japonesa	0	0	0	0	0	0	1	1	1
Norueguesa	0	0	0	0	0	0	1	1	1
Portuguesa	0	0	0	0	1 ^e	2	3	3	3
Americana	0	0	0	0	0	1	3	1	1
Total	3	4	6	6	8	15	23	20	20

Notas:

^a Banque Belge de Prêts Fonciers aparentemente cessaram suas operações [80, p. 541].

^b Banque Brésilienne Italo-Belge tinha grande participação italiana.

^c The London and Brazilian Bank juntou-se ao London and River Plate Bank para formar o British Bank of London and South America.

^d O Banque Française et Italienne tinha grande participação italiana.

^e É duvidoso o fato de o Banco Aliança listado de 1910 em diante ter realmente operado no Brasil.

BIBLIOGRAFIA

- 1 ALMANACK CORREIO DA MANHÃ, 1916. Rio de Janeiro, Typ. do Correio da Manhã, 1916.
- 2 LES ANNALES BRESILIENNES, 1913.
- 3 ANUÁRIO ESTATÍSTICO DO BRASIL 1912. Rio de Janeiro, IBGE. Conselho Nacional de Estatística.
- 4 BAER, WERNER. *A industrialização e o desenvolvimento econômico do Brasil*. 2. ed. Rio de Janeiro, FGV, 1975.
- 5 BARROSO, Gustavo. *Brasil: colônia dos banqueiros, a história dos empréstimos, 1824-1924*. 3. ed. Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 1934.
- 6 BRASIL. Congresso. Camara dos Deputados. *Annaes*. Rio de Janeiro, Typ. Nacional, 1897. v. 7.
- 7 ———. ———. *Annaes*. Rio de Janeiro, Typ. Nacional, 1899. v. 2.
- 8 ———. ———. *Annaes*. 23 de julho de 1923. Rio de Janeiro, Typ. Nacional, 1923.
- 9 ———. ———. *Caixa de conversão*. Paris, Typ. Aillaud Alves, 1914. 2 v.
- 10 BRASIL. Leis, decretos, etc. *Lei de 12 de abril de 1921*. Rio de Janeiro, 1921.
- 11 BRASIL. Ministério da Fazenda. *Relatorio 1893*. Rio de Janeiro.
- 12 ———. ———. *Relatorio 1898*. Rio de Janeiro.
- 13 ———. ———. *Relatorio 1899*. Rio de Janeiro.
- 14 ———. ———. *Relatorio 1906*. Rio de Janeiro.
- 15 ———. ———. *Relatorio 1918*. Rio de Janeiro.
- 16 BRASIL. Ministério do Trabalho, Indústria e Comércio. *Sociedades mercantis autorizados à funcionar no Brasil, 1808-1946*. Rio de Janeiro, Impr. Nacional, 1947. *passim*.
- 17 BRASIL. Presidente. *Mensagem dirigida ao Congresso*. Rio de Janeiro, Impr. Nacional, 3 maio 1919.
- 18 BRASIL INDUSTRIAL. Set. 1919.
- 19 BRAZILIAN BUSINESS. Rio de Janeiro, American Chamber of Commerce for Brazil, June 1921.
- 20 ———. Rio de Janeiro, American Chamber of Commerce for Brazil, Apr. 1922.
- 21 THE BRAZILIAN REVIEW. Nov. 26, 1901. Banking Supplement.

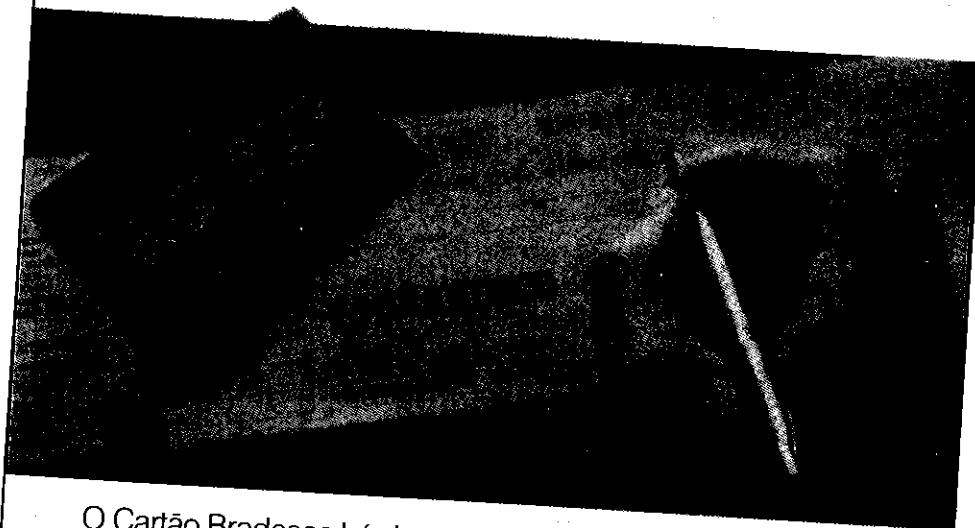
- 22 ----. Jan. 31, 1911. Banking Supplement.
- 23 LE BRESIL. June 14, 1914.
- 24 BRITISH CHAMBER OF COMMERCE FOR SÃO PAULO AND SOUTHERN BRAZIL. *Yearbook 1930*. São Paulo, São Paulo Ed., 1930.
- 25 BURKE, David. Dispatches from U.S. Consuls in Bahia. [Department of State, Salvador, Bahia, September 30, 1893, National Archives, Records of the Department of State, Record Group 56, microfilme]
- 26 CAHETE. Maceió, 8 nov. 1896.
- 27 CAMPOS SALLES, Manuel Ferraz de. *Da propaganda à presidência*. São Paulo, A Editora, 1908. 448 p.
- 28 O COMERCIO. Bahia, 1 nov. 1919.
- 29 CORREIO DA MANHÃ. Rio de Janeiro, 23 maio 1916. p. 2.
- 30 ----. Rio de Janeiro, 28 nov. 1919.
- 31 ----. Rio de Janeiro, 23 maio 1920.
- 32 CORREIO PAULISTANO. São Paulo, 12 mar. 1899.
- 33 DEAN, Warren. *The industrialization of São Paulo, 1880-1945*. Austin, Texas, Univ. of Texas Press, 1969.
- 34 DELAMARE, Alcibiades. *As duas bandeiras, catholicismo e brasilidade*. Rio de Janeiro, Centro Dom Vital, 1924.
- 35 DIÁRIO OFICIAL. Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 28 fev. 1926.
- 36 ----. Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 11 mar. 1926.
- 37 ----. Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 12 mar. 1926.
- 38 ----. Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 13 mar. 1926.
- 39 ----. Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 16 mar. 1926.
- 40 ----. Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 20 mar. 1926.
- 41 ----. Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 11 abr. 1926.
- 42 ----. Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 16 fev. 1927.
- 43 ECONOMIA E FINANÇAS. Rio de Janeiro, Typ. da Estatística, 1917.
- 44 THE ECONOMIST. London, Dec. 9, 1922.

- 45 ----. London, Dec. 23, 1922.
- 46 ----. London, Dec. 20, 1924.
- 47 ESTADO DE MINAS. Belo Horizonte, 7 abr. 1920.
- 48 FAUSTO, Boris. Expansão do café e política cafeeira. In: HISTÓRIA GERAL DA CIVILIZAÇÃO BRASILEIRA. 2. ed. São Paulo, DIFEL, 1977. T. 3. O Brasil Republicano, v. 1. Estrutura do poder e economia (1889-1930). Livro 2º Economia e finanças nos primeiros anos da República. Cap. 1.
- 49 FEIS, Herbert. *Europe, the World's Banker, 1870-1914*. London, Oxford Univ. Press, 1931.
- 50 FURTADO, Celso. *The economic growth of Brazil, a survey from colonial to modern times*. Berkeley and L. A., Univ. of California Press, 1971.
- 51 GAZETA DE COMERCIO E FINANÇAS. 2 set. 1895.
- 52 ----. 16 set. 1895.
- 53 GIL BLAS. Sept. 25, 1919.
- 54 ----. Nov. 17, 1921.
- 55 ----. Jan. 6, 1922.
- 56 ----. May 26, 1922.
- 57 GRAHAM, Richard. *Britain and the onset of modernization in Brazil*. Cambridge, Mass., Cambridge Univ. Press, 1968.
- 58 HAMBLOCH, Ernest. *Report on the economic and financial conditions in Brazil, 1924*. London, H.S.O., 1925.
- 59 HOLLOWAY, Thomas H. *The Brazilian coffee valorization of 1906*. Madison, Wisconsin, The State Historical Society of Wisconsin, 1971.
- 60 HURLEY, Edward N. *Banking and credit in Argentina, Brazil, Chile, and Peru*. Washington, Government Printing Office, 1914.
- 61 INDUSTRIA E COMERCIO. 31 jan. 1919.
- 62 ----. 31 mar. 1920.
- 63 ----. 20 abr. 1921.
- 64 JORNAL DO COMERCIO. Rio de Janeiro, 21 dez. 1912. p. 2.
- 65 ----. Rio de Janeiro, 2 mar. 1921.

- 66 JOSLIN, David. *A century of banking in Latin America, to commemorate the centenary in 1962 of the Bank of London & South America Limited*. London, Oxford Univ. Press, 1963. 307 p.
- 67 LACERDA, Joaquim Franco de. *Memorandum sobre a situação estatística do café no mundo*. Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1898.
- 68 LAWLEY, F. E. *The growth of the collective economy*. London, P. S. King & Sons, 1938.
- 69 LEVY, Maria Bárbara. *História dos bancos comerciais no Brasil*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1972. 120 p. [mimeo]
- 70 LIMA, João Francisco de Araujo. *A situação econômica de Amazonas, especialmente em face das pretensões americanas*. Rio de Janeiro, Jornal do Commercio, 1923.
- 71 LOUGH, W. H. *Banking opportunities in South America*. Washington, Government Printing Office, 1915.
- 72 LOUGH, William. *Financial developments in South American countries*. Washington, Government Printing Office, 1915.
- 73 LUZ, Nícia Vilela. Aspectos do nacionalismo econômico brasileiro: os esforços em prol da industrialização. *Revista de História*, São Paulo, USP, nº 8, pp. 357-78, 1957.
- 74 MARCHANT. A new portrait of Maua, the banker: a man of business in XIXth Brazil, *The Hispanic American Historical Review*, Durham, N. C., Duke Univ. Press, v. 30, pp. 411-31, 1950.
- 75 MONITOR MERCANTIL. Rio de Janeiro, 26 jan. 1918.
- 76 O NATIVISTA. São Paulo, 22 set. 1895.
- 77 NEUHAUS, Paulo. *História monetária do Brasil 1900-45*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1975. 198 p.
- 78 THE NEW YORK TIMES INDEX, 1921-1930. New York, The New York Times, 1921-1930.
- 79 OFFICIAL INDEX TO THE LONDON TIMES 1920-1926. London, The Times Publ., 1922-1926.
- 80 PAN AMERICAN BULLETIN. Sept. 1910.
- 81 PELÁEZ, Carlos Manuel. Análise econômica do programa brasileiro de sustentação do café — 1906-1945: teoria, política e medição. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, FGV, v. 25, nº 4, pp. 5-211, out./dez. 1971.
- 82 PELÁEZ, Carlos Manuel & SUZIGAN, Wilson. *História monetária do Brasil: análise da política, comportamento e instituições monetárias*. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1976. 506 p. (Brasil. IPEA/INPES. Monografia, 23)

- 83 PHELPS, Clyde William. *The foreign expansion of American banks*. New York, The Ronald Press, 1927.
- 84 PRADO, Lucas do. *Porque somos pobres no meio da riqueza: o Brasil, roubado pelo câmbio*. São Paulo, Pacai & Weiss, 1912.
- 85 RIO NEWS. Rio de Janeiro, 17 jan. 1891.
- 86 THE SOUTH AMERICAN HANDBOOK, 1921.
- 87 STEIN, Stanley. *The Brazilian cotton manufacture: textile enterprise in an underdeveloped area*. Cambridge, Mass., Harvard Univ. Press, 1957.
- 88 TAUNAY, Affonso d'Escagnolle. *História do café no Brasil*. Rio de Janeiro, Dep. Nacional do Café, 1939/1943. 15 v.
- 89 TAUNAY, Alfredo d'Escagnolle, visconde de. *O encilhamento*, cenas contemporâneas da Bolsa do Rio de Janeiro em 1890, 1891 e 1892. Belo Horizonte, Ed. Itatiaia, 1971. 247p. (Grandes textos de literatura, 4)
- 90 VILLELA, Annibal Villanova & SUZIGAN, Wilson. *Política do governo e crescimento da economia brasileira 1889-1945*. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1973. 468 p. (Brasil. IPEA/INPES. Monografia, 10)
- 91 WILEMAN, J. P. *Brazilian exchange, the study of inconvertible currency*. New York, Greenwood Press, 1969.
- 92 WILEMAN, J. P. ed. *The Brazilian Yearbook*. New York, G. R. Fairbanks, 1909.
- 93 WILEMAN'S BRAZILIAN REVIEW. Apr. 30, 1919.
- 94 ——. Oct. 6, 1920.
- 95 ——. Nov. 10, 1920.
- 96 ——. Nov. 17, 1920.
- 97 ——. Dec. 1, 1920.
- 98 ——. Dec. 15, 1920.
- 99 ——. Jan. 24, 1923.
- 100 ——. June 27, 1923.
- 101 ——. Apr. 30, 1924.
- 102 ——. Apr. 10, 1930.
- 103 WIEKINS, Mira. *The maturing of multinational business from 1914 to 1970*. Cambridge, Mass., Harvard Univ. Press, 1974.
- 104 WIRTH, John D. *Minas Gerais in the Brazilian Federation 1889-1937*. Stanford, Ca., Stanford Univ. Press, 1977.

**O cartão garante o cheque.
O Bradesco garante os dois.**



O Cartão Bradesco há dez anos vem garantindo as vendas em mais de 65.000 estabelecimentos comerciais. Agora ele garante também as compras dos portadores do Cheque Especial Bradesco. Isso quer dizer que o Cartão-Garantia do Cheque Especial está sendo substituído pelo Cartão Bradesco.

E se isso é um grande negócio para você, comerciante, é também uma grande vantagem para nossos clientes, que serão sempre bem recebidos. A garantia que o Cartão Bradesco dá ao Cheque Especial é mais uma prova da confiança que o Bradesco tem em seus clientes.



BRADESCO
garantia de bons serviços

A Correção Monetária na Jurisprudência do Supremo Tribunal Federal

Arnoldo Wald*

Este artigo apresenta um estudo da evolução da jurisprudência sobre a correção monetária, apontando o desenvolvimento das decisões judiciais do Supremo Tribunal Federal sobre tal questão; ainda não sistematizada pela legislação.

"A correção monetária passou a ser um imperativo ético e jurídico, que o legislador, a JURISPRUDÊNCIA e a doutrina cumprem a passos largos". (Ministro Aliomar Baleeiro — Voto proferido no ERE nº 75.504).

A função essencial da Suprema Corte consiste não só em interpretar a Constituição e as leis, mas também em garantir e fiscalizar a boa aplicação das normas jurídicas pelos tribunais inferiores, assegurando assim, ao Direito, a necessária unidade, a adequada clareza e a imprescindível certeza, que são as condições *sine qua non* da segurança jurídica que deve imperar no país. No Estado de Direito, cabe também à Suprema Corte o insubstituível papel de modernizar o Direito, ou seja, de adaptá-lo às novas condições sociais e econômicas e às aspirações do nosso tempo. Essa é a conclusão que se impôs em recente exame comparativo das funções dos tribunais supremos nos vários países, no qual se salienta que clarificar a norma jurídica importa sempre em modernizá-la, funcionando, na realidade, o litígio entre as partes como um simples pretexto para que a mais alta Corte do país possa, no interesse do Direito, ou seja, no de todos os cidadãos, orientar os demais tribunais, encaminhando e retificando, sempre que necessário, a evolução do direito judiciário [31, p. 437].

* Arnoldo Wald é Professor catedrático de Direito Civil da Faculdade de Direito da Universidade do Rio de Janeiro.

Desde o fim do século passado, reconheceu-se que estava ultrapassado o princípio da separação rígida de poderes [33, p. 65], [10, pp. 109 e 110] e [18], e tanto os tribunais quanto a doutrina foram admitindo, progressivamente, que os textos legais deviam sofrer o tratamento construtivo e modernizador do magistrado, cabendo-lhe a difícil tarefa de adaptar as normas e os princípios às novas condições fáticas não previstas inicialmente pelo legislador. A sobrevivência de diplomas legislativos, como o Código Napoleão e o próprio Código Civil Alemão (BGB) e, no Brasil, os nossos Códigos Civil e Comercial, só se explica pelo trabalho paciente e cuidadoso daqueles que permitiram que se chegasse *par le Code, au delà du Code*.

A rápida evolução da tecnologia, que caracteriza o nosso século, e as grandes transformações que o nosso país sofreu em pouco tempo obrigaram os tribunais a reações mais rápidas numa fase dominada pela aceleração do ritmo da história. Aos poucos, o magistrado foi obrigado a sair de sua posição esotérica de simples intérprete dos textos legais para examinar, em profundidade, as condições do meio ambiente e reconhecer, com Roscoe Pound, que a lei constitui, na realidade, um "instrumento de engenharia social". Assim sendo, na luta entre a lei e os fatos, as técnicas tradicionais do trabalho jurídico foram sendo complementadas pela análise de outras realidades, que o jurista não mais pode desprezar [12, p. 46]¹.

Embora não se possa mais falar no governo dos juízes [15] e [21], é evidente que o desenvolvimento e a sofisticação progressiva da sociedade moderna obrigaram o Poder Judiciário e, em particular, a Suprema Corte, a decidir determinados processos, cujas soluções não foram legalmente previstas e que envolvem conflitos de valores entre as legítimas aspirações de justiça, segurança e progresso econômico e social do país. Por várias vezes, nos últimos anos, a *Supreme Court* norte-americana teve que escolher certos valores em detrimento de outros, tomando posição em questões tão controvertidas, tais como a segregação racial², a luta contra os *trusts*³, a proteção do indiciado que depôs sem a presença de advogado⁴ e os privilégios do Executivo⁵. Sob a direção de Earl Warren, o mais alto tribunal dos Estados Unidos chegou

¹ O *Justice Holmes*, já dizia que "aquele que só sabe o direito nem o direito sabe". Por sua vez, o jornalista James Clayton chegou a escrever que: "Para achar apoio, um *Justice* deve ser mais do que um juiz e um jurista. Para ser um grande ministro da Suprema Corte, ele deve ter a largueza de interesse e de compreensão dum homem da renascença". *Apud* [3, p. 57].

² Veja o caso *Brown versus Board of Education*, 347 U.S./485 (1954).

³ Veja o caso *U.S. versus I.E. duPont de Nemours & Co.*, 351 U.S./377 (1956).

⁴ Veja o caso *Miranda versus Arizona*.

⁵ Decisão proferida no caso do Presidente Nixon. Veja [11, pp. 332 e seguintes].

a assumir um papel de elemento reformador da comunidade norte-americana, inspirando-se no ideal da *egalitarian society* para extrair da Constituição todas as suas lições referentes à igualdade e à liberdade individual numa sociedade liberal e pluralista [12, p. 70], [9] e [3, pp. 54 e seguintes].

No Brasil, várias obras recentes tiveram o ensejo de dar a necessária ênfase ao papel desempenhado pelo Supremo Tribunal Federal na defesa das liberdades individuais e dos direitos políticos [3, pp. 58 e seguintes], [32] e [20]⁶. Na área do Direito Privado, conhecemos, todavia, poucas análises da função construtiva desempenhadas pelo nosso mais alto tribunal, embora se revestissem da maior importância as consequências práticas das decisões por ele tomadas, que importaram numa verdadeira transformação do Direito vigente.

O século XX já foi definido como a **era da inflação** em virtude da institucionalização do progressivo decréscimo do poder aquisitivo da moeda, que atingiu, na maioria dos países, proporções tais que não mais foi possível manter a **ilusão da moeda estável**, à qual se referia Irving Fischer. Ao contrário, o aumento brutal do custo de vida exigiu que a sociedade se reorganizasse para conviver com a inflação, encontrando um substituto adequado para a moeda, que não mais atendia à sua função de **ponte** entre o passado, o presente e o futuro ou da **medida de valor de todas as coisas**. Paulatinamente, o Direito foi criando novas unidades de conta, como a ORTN e a UPC, para permitir as contratações a médio e longo prazo. Diante dessa situação, e em virtude da omissão do legislador, coube aos tribunais decidir, em numerosas hipóteses, se devia ou não ser abandonado o nominalismo para que passasse a prevalecer, no superior interesse da Justiça e da própria sociedade, o realismo monetário, atendendo-se às variações do poder aquisitivo da moeda.

A correção monetária constitui um conjunto de medidas introduzidas no domínio das relações econômicas em nosso país, com a finalidade de encontrar uma fórmula de convivência do mercado com a inflação. Essa revalorização dos créditos, determinada por várias dezenas de diplomas legais⁷ e pela jurisprudência, foi considerada como um dos elementos do "milagre brasileiro". Alguns economistas chega-

⁶ Oswaldo Trigueiro do Vale [32, p. 167] salienta que "a nossa história não poderá excluir o Supremo Tribunal Federal, aqui situado como baluarte em defesa de nossa maturidade no processo de mudança de nosso sistema político", após ter considerado como sendo de "transcendental importância" o papel político do Supremo Tribunal Federal.

⁷ O Ministro Vitor Nunes Leal fez um levantamento de mais de 50 diplomas legislativos existentes até 1970 que foram transcritos por Arnaldo Wald [34, p. 79].

ram a afirmar que ela representava um *know how* específico digno de ser exportado [5, p. 11], que, aliás, foi estudado em numerosos trabalhos nacionais⁸ e estrangeiros [2], [16, p. 106] e [29, p. 58], e inspirou a recente legislação argentina sobre a matéria [35].

Não há dúvida de que um dos graves problemas que tem entravado o bom funcionamento da Justiça decorre da ausência de normas legais adequadas para garantir o credor contra os efeitos da depreciação da moeda. Assim, numa época em que os juros anuais cobrados pelos bancos alcançam, e algumas vezes ultrapassam, cerca de 50% ao ano —, o que se explica com uma inflação superior a 70% — o devedor moroso somente está sujeito nos processos judiciais ao pagamento de juros de 6% ao ano, na falta de convenção das partes, e ao teto de 12%, no caso de existir cláusula contratual sobre a matéria. Assim sendo, aguardar o momento da execução da sentença judicial para liquidar os seus débitos tornou-se uma forma de enriquecimento sem causa para o réu, e de empobrecimento para o credor, ensejando, outrossim, a multiplicação dos feitos na Justiça, pois ao devedor não mais interessa obter a vitória na causa, mas simplesmente ganhar tempo para pagar o que deve em moeda depreciada⁹.

A proliferação dos feitos leva, por sua vez, ao congestionamento da Justiça, criando-se um círculo vicioso dentro do qual a multiplicação dos processos torna os julgamentos cada vez mais lentos e essa própria demora encoraja os devedores a recorrerem ao Poder Judiciário para se beneficiarem dos efeitos de uma legislação cuja premissa básica foi a estabilidade do poder aquisitivo da moeda.

O reconhecimento da existência dessa situação não é fato recente e, já em 1975, no “Diagnóstico” que elaborou sobre a nossa Justiça, o Supremo Tribunal Federal salientou que se impunha a generalização da correção monetária para evitar a pleora de processos e impedir que o demandante vencedor obtivesse “reparação incompleta e desvaliosa, pela indispensável demora da demanda, com benefício do litigante sem razão”. E conclui a nossa mais alta Corte que “essa evidente falha na aplicação da Justiça cumpre ser prontamente eliminada”.

Os efeitos benéficos da aplicação da correção monetária em relação ao descongestionamento da Justiça já foram, aliás, comprovados quando a lei federal de-

⁸ Além da monografia referida na nota anterior, consulte [6], [30], [17], [14], bem como os pareceres do Ministro Vitor Nunes Leal, do Embaixador Pontes de Miranda e do Dr. João de Oliveira Filho, que constam no memorial apresentado no RE n.º 71.634. Sobre aspectos específicos, veja ainda [13], [19] e [8].

⁹ Tullio Ascarelli [1, p. X e XI], considera um problema jurídico fundamental o fato de decidir quem deve arcar com os riscos da depreciação monetária, se o credor ou o devedor.

terminou a incidência dos índices de revalorização no caso de mora no pagamento dos débitos fiscais. Pouco tempo após o advento da Lei n.º 4.357, de 16/7/64, que determinou a correção dos tributos que não tinham sido pagos oportunamente, as Varas da Fazenda de todo o país verificaram uma ampla diminuição do seu movimento, sendo incontestável que o mencionado diploma legal e a legislação estadual que mandou aplicar os seus princípios na área local funcionaram como grandes catalizadores da pontualidade tributária dos contribuintes.

Não há dúvida de que algumas leis especiais, como as referentes aos débitos fiscais, à locação, à desapropriação e às vendas de imóveis dentro do Sistema Financeiro Habitacional, resolveram as dificuldades existentes em campos específicos, deixando, todavia, as demais relações jurídicas na dependência de construções jurisprudenciais que, por mais corajosas que possam ser, defluem sempre de uma elaboração lenta e contínua. Efetivamente, elas decorrem da sedimentação das teses jurídicas consolidadas pela reiteração dos julgamentos no mesmo sentido e da criação de um consenso que acabou surgindo para consagrar, progressivamente, a tese vitoriosa da revalorização dos créditos em áreas sempre mais extensas.

Na realidade, tornou-se necessário fazer com que a sensibilidade dos magistrados e o seu senso de Justiça permitissem que fossem superados não só a tradição nominalista da qual estavam impregnados, mas também o mito de estabilidade monetária que ainda dominava a nossa sociedade. Assim, não foi possível encontrar, de imediato, uma solução geral para todos os casos, que somente o Poder Legislativo poderia apresentar, preferindo o Supremo Tribunal Federal, na sua alta sabedoria, decompor, cartesianamente, o problema em vários momentos e dando, sucessivamente, soluções adequadas para as várias situações que podiam ocorrer.

Efetivamente, os tribunais foram admitindo a correção nos casos em que a injustiça aparecia de modo mais ostensivo, como os de alimentos, de expropriação e de responsabilidade civil por danos pessoais. Algumas vezes foram feitas distinções cujos fundamentos jurídicos poderiam parecer discutíveis, mas que correspondiam ao senso de justiça dos magistrados. Foram essas distinções que permitiram a evolução gradativa da nossa jurisprudência, funcionando como verdadeiras “válvulas de segurança” ou “amortecedores” de uma legislação que não previa a inflação.

Assim, inicialmente, os julgados não quiseram enfrentar o problema do nominalismo, recusando-se a reconhecer que inexistia, no sistema legislativo brasileiro, qualquer norma legal que impedisse as autoridades judiciárias e as partes de atenderem às variações do custo de vida e de corrigirem as distorções conseqüentes. Entendeu a Suprema Corte que as injustiças decorrentes dessas situações deviam ser obje-

to de legislação própria, não cabendo ao Poder Judiciário substituir-se, na matéria, ao legislativo. Em várias ocasiões, eminentes ministros da nossa mais alta Corte se revoltaram contra a ausência de normas adequadas sobre a correção monetária, convocando o legislador para que atendessem às necessidades reais do país e da Justiça¹⁰.

As situações de uma injustiça mais chocante mereceram soluções inspiradas em princípios próprios a cada um dos institutos. No tocante aos alimentos, atendeu-se à possibilidade de revisão já prevista tradicionalmente pela legislação, considerando-se a inflação como uma causa justificativa de aumento das necessidades do alimentando. Nos casos de responsabilidade civil, admitiu-se, inicialmente, o deslocamento do momento da avaliação dos danos, que passou do dia do evento para o da perícia ou o da própria sentença, o que o Supremo Tribunal Federal considerou não ser contrário à lei¹¹.

Com referência aos danos pessoais, a jurisprudência invocou o artigo 1.537 do Código Civil para admitir que a pensão decorrente de ato ilícito tinha caráter alimentar, constituindo, pois, uma dívida de valor e, conseqüentemente, o Supremo Tribunal Federal passou a confirmar as decisões que atribuíam à vítima uma pensão móvel e cujo valor evoluía com o salário mínimo.

Em relação à responsabilidade por danos pessoais, a evolução da jurisprudência do Supremo Tribunal Federal foi, pois, a seguinte:

- a) até 1958, predomina a avaliação do dano na data do evento;
- b) de 1958 a 1963, o Supremo Tribunal Federal considera razoável a interpretação dos tribunais locais, que admitem que a data da avaliação do dano seja a data da sentença ou do acórdão (Súmula nº 314) e tolera a pensão móvel; e

¹⁰ Assim, ainda em 1964, o Ministro Vitor Nunes Leal, ao julgar os embargos à decisão proferida no RE nº 51.670 afirmou que: "O que é preciso é que o legislador estabeleça um critério prático e justo que poderá ser eventualmente, o da correção monetária. Na ausência de legislação que venha a corrigir tais injustiças, rejeito os embargos" [24, p. 484]. No mesmo sentido, 10 anos depois, em 1974, o Ministro Xavier de Albuquerque, referindo-se à correção monetária da indenização por danos materiais, escreveu: "Bem sei que a desatualização do valor monetário corrói a reparação do dano e frustra, ao menos parcialmente, a reposição patrimonial no estado anterior. Mas essa é uma realidade visível que o legislador não pode ignorar e à qual lhe cumpre, a ele e não a nós, dar o remédio adequado" (RE nº 77.563).

¹¹ Súmula nº 314 do Supremo Tribunal Federal.

- c) a partir de 1963, robustece-se a orientação no sentido de impor a pensão móvel, que deve ajustar-se às variações do salário mínimo, tornando-se a matéria mansa e pacífica no plenário, em 1966, com a elaboração da Súmula nº 490.

No tocante às desapropriações, a posição dominante, até 1963, foi no sentido de não admitir a correção monetária, prevalecendo a tese da Súmula nº 416, de acordo com a qual "pela demora no pagamento do preço da desapropriação, não cabe indenização complementar".

Em 1965, a correção monetária da indenização expropriatória foi determinada pela Lei nº 4.686, de 21/6/65, cuja inconstitucionalidade foi suscitada em vão [5, p. 226]. Para evitar certos efeitos pretéritos da mencionada Lei, que poderiam ser desastrosos para a União Federal, foi aprovada a Lei nº 5.670 de 1971, cuja constitucionalidade o Supremo Tribunal Federal reconheceu em excelente acórdão que honra a magistratura brasileira, pelos argumentos que foram apresentados por ambas as correntes, numa votação que terminou com seis votos a favor da constitucionalidade e quatro contra. Na ocasião, os Ministros Luiz Gallotti e Aliomar Baleeiro defenderam a necessidade de ser mantida a construção já realizada pelo Supremo Tribunal Federal no sentido de fazer incidir a correção desde a avaliação, enquanto o Ministro Bilac Pinto invocou, além dos argumentos jurídicos, outros de caráter político e econômico para reconhecer a constitucionalidade da Lei nº 5.670, que, aliás, fora brilhantemente defendida pelo então Procurador Geral da República e hoje Ministro Xavier de Albuquerque¹².

A decisão então proferida pelo Supremo Tribunal Federal teve grande influência nos 10 anos seguintes, durante os quais predominou o princípio da reserva legal, de acordo com o qual a correção monetária só é admissível quando legalmente prevista. Na realidade, a regra foi aos poucos sendo complementada. Reconheceram os acórdãos a validade da correção monetária convencional sempre que não fosse expressamente vedada por lei de ordem pública e, conseqüentemente, diversas decisões consagraram a validade da correção nas vendas e promessas de venda de imóveis, mesmo quando não enquadrados no sistema do BNH¹³. Por outro lado, o Su-

¹² Embargos no Recurso Extraordinário nº 69.304-MG, [25, p. 719].

¹³ Acórdãos referentes aos RE nºs 72.676, 76.620, 75.869, 75.646, 72.562 e 81.856. O reconhecimento da validade das operações realizadas com correção monetária com as instituições financeiras constituiu uma aplicação do princípio da validade da convenção das partes neste sentido. (Súmula nº 562). O Supremo tem reafirmado a vigência da lei da usura, mas faz a adequada distinção entre juros e correção monetária de tal modo que, em tese, não seria ilegal a correção convencional entre pessoas físicas ou jurídicas que não fossem instituições financeiras (Veja voto do Ministro Cordeiro Guerra no RE nº 88.159).

premo Tribunal Federal foi, aos poucos, admitindo a teoria das dívidas de valor, considerando que elas estariam sujeitas ao reajustamento de acordo com as variações do poder aquisitivo da moeda, pois nelas se devia não um *quantum* determinado, mas sim um *quid*. Podemos afirmar que, em 1974, o Supremo Tribunal Federal tinha firmado a sua posição no tocante à correção monetária considerando-a válida nos seguintes casos:

- a) quando legalmente prevista;
- b) quando decorrente de acordo das partes, não havendo lei impeditiva; e
- c) quando aplicada nas dívidas de valores, só incidindo na indenização de danos pessoais.

Embora existissem alguns acórdãos isolados que discrepavam do critério acima fixado, era ele que inspirava o Tribunal Pleno e ambas as turmas, ressaltando-se, tão-somente, a possibilidade de ser admitida a correção em casos cujas circunstâncias específicas pudessem justificar um tratamento diferente.

Ainda em 1974, julgando os Embargos do RE nº 75.504, o saudoso Ministro Aliomar Baleeiro salientou a necessidade da construção jurisprudencial do Supremo Tribunal Federal no tocante à correção monetária nos seguintes termos:

“Por outro lado, numa época em que a inflação não é mais a endemia do Brasil e dos povos mal desenvolvidos com surtos epidêmicos e breves nas nações maduras feridas pela guerra — a correção monetária passou a ser um imperativo ético e jurídico, que o legislador, a jurisprudência e a doutrina cumprem a passos largos.

A preocupação dos economistas e juristas em torno dos problemas teóricos e práticos suscitados pela indexação ou pela correção da moeda, mostra-se bem intensa nos últimos 20 anos, quando ainda se não generalizava no mundo o impacto inflacionário com a política árabe do petróleo neste momento. Reporto-me aos ensaios de E. James, Hamel (que fez conferências no Rio), Juglart e H. Viaux (este sobre o Direito Comparado) na *Revue Economique* (Paris, março de 1955, págs. 161 a 221). Ou os trabalhos de E. L. Bach, J. Barrère, A. Decocq, J. P. Doucet, M. Cendrel e O. Kuhnrich, reunidos pelo Prof. Paul Durand sob o título *Influence de la Dépréciation Monétaire sur la vie juridique privée* (Paris, 1961).

Aliás, no Brasil, há mais de 15 anos, ocupa-se com o problema o Prof. Arnoldo Wald em monografia e artigos.

Contra o mito clássico do nominalismo e de estabilidade do dinheiro nas leis, há muito considera-se autônomo um ramo jurídico, o Direito Monetário, de que é obra das mais primas a de Arthur Nussbaum, *Derecho monetário nacional e internacional* (trad. esp., Buenos Aires, 1954).

O Supremo Tribunal, ainda que um tanto tímido, *data vênia*, vem construindo pretoriamente uma revisão de conceitos, para remediar a lentidão do legislador, que, por enquanto, só trouxe soluções parciais e discriminatórias, agravando o mal pelas desigualdades reinantes; uns recebem a correção, outros são espoliados pelo mais desenvolvido locupletamento indêbito.

Lembro as dúzias de acórdãos sobre a correção monetária na impropriamente chamada “desapropriação indireta”, consociação de reinvidicatória convertida em ação de perdas e danos. Igualmente, os muitos julgados em indenização de atos ilícitos.

Alguns passos decisivos no aperfeiçoamento pretoriano de nosso Direito, nesse campo, foram dados por acórdãos inesquecíveis, como, por exemplo, o de Luiz Gallotti, de 18.3.74, de 1ª Turma, unânime, no Recurso Extraordinário 77.803, em que a correção foi concedida na devolução de preço por nulidade de venda de imóvel de área inferior ao módulo legal. Outro de igual avanço, o de Adaucto Lúcio Cardoso, da 2ª Turma, unânime, de 18.6.68, no Recurso Extraordinário 64.122, RTJ, 47/500, caso de correção admitida em rescisão de contrato de compra-venda pela culpa do vendedor.

Esses e outros julgados mostram que, ao invés de divergir, o venerando acórdão embargado segue as tendências do pensamento do Supremo Tribunal na solução do dificultoso problema. E não percamos de vista que estamos diante dum caso de indenização por atos criminosos dos órgãos jurídicos da empresa embargante.

Afinal, o Supremo de 1974 é aquele mesmo que Campos Salles modelou no Decreto 848, de 11.10.1890, à imagem da Corte Suprema dos Estados Unidos com as mesmas *funções de freio e também de acelerador do Poder Legislativo*. E desse agosto Tribunal americano, Martin Shapiro escreveu que, entre as suas tarefas, tem a de cientista político, legislador trabalhista, elaborador de diretrizes políticas (*policy-maker*) e economista (*Law and Politics in the Supreme Court. New approaches to political jurisprudence*, N. Y. 1964).

Em nenhum outro assunto atual, pois, é mais urgente a ação construtora do Supremo do que nessa da correção monetária, sem a qual o cumprimento das obrigações se degrada numa irrisão”.

O apelo do Ministro Aliomar Baleeiro não foi em vão. As razões econômicas e políticas, que em outra fase fizeram com que a mais alta Corte considerasse não poder atribuir correção monetária sem lei prévia que a autorizasse, estavam desaparecendo. O país tinha que conviver com a inflação, e a correção monetária deixara de ser um privilégio atribuído aos créditos fiscais para transformar-se numa técnica generalizada de adequada distribuição da Justiça. O próprio sistema legislativo tinha multiplicado as hipóteses de sua aplicação, e os particulares, incentivados a utilizá-la, passaram a convencionar a sua incidência nos contratos. A doutrina tinha desenvolvido, entre louvores e críticas, a teoria das dívidas de valor. Com o decorrer do tempo sentiu-se a necessidade de uma gradativa sistematização do Direito monetário nacional, e, já se disse que essa é a maior dificuldade existente no tocante à correção monetária [7, p. 1]. Diante do desafio, o Supremo Tribunal Federal deu o primeiro passo, a fim de superar a distinção que tinha estabelecido entre a indenização dos danos pessoais e a dos danos materiais. Já existia, aliás, um consenso no sentido de não mais se justificar a diferença de regimes legais que não tivesse fundamento lógico ou sistemático, baseando-se, tão-somente, em razões históricas e numa opção valorativa, de acordo com a qual a jurisprudência entendeu não poder negar a revalorização às indenizações dos danos pessoais assemelhando-as às pensões alimentares¹⁴. Por outro lado, a extensão da correção monetária às desapropriações indiretas fez com que não houvesse mais justificativa para dar tratamento distinto aos casos de responsabilidade civil e de desapropriação indireta, tanto mais que, em certas hipóteses, a situação de fato existente poderia ensejar a aplicação de qualquer um dos dois regimes¹⁵.

O diagnóstico do Supremo Tribunal Federal constituiu mais um apelo ao legislador, que não respondeu à convocação do Poder Judiciário. Aos poucos os votos vencidos da minoria passaram a constituir os votos majoritários, e a correção dos danos materiais foi sendo admitida em algumas decisões, levando o problema ao Plenário para uma tomada de posição definitiva da mais alta Corte.

¹⁴ A evolução do Supremo Tribunal Federal foi acompanhada pelas demais cortes do país e pela opinião pública em geral. Assim, no simpósio que realizou no Rio de Janeiro, em 28/5/75, a Associação dos Magistrados Brasileiros concluiu os seus trabalhos defendendo a extensão da correção monetária às indenizações de danos materiais. (Ap. *Boletim da Associação dos Magistrados Brasileiros*, n.º 12, novembro de 1975, pág. 126).

¹⁵ Veja a respeito a decisão proferida no RE n.º 79.678.

Essa situação ensejou, em 1975, o julgamento, pelo Tribunal Pleno, do Recurso Extraordinário n.º 79.663-SP, que demorou sete meses, em virtude de sucessivos pedidos de vista, revelando o esforço dos vários Ministros para chegarem a um denominador comum. No referido julgamento, cujo acórdão foi publicado na *RTJ*, 79/515, a quase totalidade dos Ministros adotou a tese da correção monetária, contra um único voto. O relator, Ministro Aliomar Baleeiro, afirmou: “Negar a correção no caso é permitir o locupletamento indébito do recorrente, o que fará tremer os ossos de Pompônio se ainda existem”. Após levantamento da jurisprudência anterior do Excelso Pretório, concluiu que só havia resistência em matéria contratual, embora também existissem acórdãos que tivessem concedido a correção no caso de rescisão de contratos. O Ministro Rodrigues Alckmin que fora, desde a época em que pertencia ao Tribunal de São Paulo, um grande defensor da correção monetária, afirmou que a ausência da correção era uma das causas da doença social que constituiu a litigiosidade, concluindo ainda que “o processo não pode servir para beneficiar a quem não tem razão” [27, p. 522]. O Ministro Cordeiro Guerra reconheceu que inexistia motivo para dar tratamento distinto aos danos materiais e aos danos pessoais. O Ministro Xavier de Albuquerque reconsiderou a sua posição anterior atendendo “à realidade imperante no país”. O Ministro Thompson Flores também aderiu à tese vitoriosa, embora não se convencesse do cabimento da distinção entre dívidas de dinheiro e de valor. Foi importante, no caso, o consenso quanto às conclusões, embora diferentes os fundamentos das decisões dos julgadores. O acordo se realizou em torno de duas idéias básicas: a artificialidade da dualidade de regimes estabelecidos anteriormente para os danos pessoais (com correção) e os materiais (sem correção) e, por outro lado, a imoralidade do enriquecimento do devedor que se aproveita da demora do processo para dele obter vantagem. Reconheceu-se, pois, que a correção correspondia a um “princípio ético”, como bem salientara o Ministro Rodrigues Alckmin¹⁶.

O acórdão serviu de base para a Súmula n.º 562, e, na realidade, afastou o argumento anteriormente dominante na jurisprudência do Supremo Tribunal Federal de acordo com o qual não podia haver correção monetária sem lei, ou seja, o princípio da reserva legal¹⁷. A correção passou a incidir a fim de permitir a *restitutio in integrum* e impedir o locupletamento indevido, pois é a própria lei que determina o pleno ressarcimento dos danos e que não admite o enriquecimento injusto decorrente da demora do processo.

¹⁶ Trata-se de verdadeiro acórdão líder que modificou os horizontes da nossa jurisprudência em matéria de responsabilidade civil. Veja a respeito, a nota oportuna do Professor Roberto Rosas na [23, p. 433].

¹⁷ Neste sentido um acórdão do Tribunal de Justiça do antigo Estado da Guanabara, do qual foi relator o Desembargador Basileu Ribeiro Filho, entendeu que caso se fosse procurar uma lei para justificar a correção, teria que se invocar o próprio Código Civil, uma vez que a correção é inerente à reparação [22, p. 52].

A decisão foi baseada nos princípios gerais e, embora se refira ao ato ilícito, abriu um caminho amplo para a incidência da correção nos casos de responsabilidade contratual, pois até a teoria da boa fé e a da lealdade fundada no artigo 242 do Código Civil Alemão (BGB) foi invocada adequada e oportunamente.

Posteriormente, vários acórdãos do Supremo Tribunal Federal mandaram aplicar a correção em casos típicos de responsabilidade, referindo-se ao "ato ilícito contratual" [26, p. 623].

Em algumas decisões recentes já vislumbramos a possibilidade de o Supremo Tribunal Federal admitir a correção monetária não só das dívidas de valor, mas também das dívidas de dinheiro, desde que tenha havido mora. Na realidade, com a impontualidade ou inadimplemento do devedor, a obrigação se transforma em responsabilidade e, conseqüentemente, o ilícito contratual importa em transformar o débito de dinheiro em dívida de valor, justificando a correção monetária. Neste sentido, o não pagamento oportuno de cheques irregularmente emitidos justifica a incidência da correção monetária como bem salientou um acórdão da Segunda Turma, do qual foi relator o Ministro Cordeiro Guerra, que enfatizou tratar-se, no caso, de indenização civil decorrente de culpa, impondo-se a atualização da indenização sob pena de frustrar-se a sua finalidade¹⁸.

Por outro lado, a própria analogia foi invocada pelo Supremo Tribunal Federal para aplicar a correção em favor daqueles que obtinham a devolução de débitos fiscais indevidamente pagos¹⁹.

No caso de atraso de pagamento da indenização expropriatória, entendeu a mais alta Corte que a correção era devida até o efetivo pagamento, procedendo-se à atualização do cálculo, ainda por mais de uma vez, se necessário²⁰.

Como vimos, o Supremo Tribunal Federal superou as divergências existentes em seu seio quanto à aplicação da correção monetária e realizou um trabalho construtivo de grande importância para a nação e para a própria Justiça. Efetivamente, em virtude de sucessivas decisões, que sempre foram precedidas de amplo debate, firmou-se, de modo pacífico, a jurisprudência nos termos seguintes:

- a) Podem as partes livremente convencionar a correção monetária desde que não exista vedação expressa por norma de ordem pública;

¹⁸ RE n.º 83.646.

¹⁹ RE n.ºs 75.050, 75.244, 87.253, 83.436 (RTJ, 81/570) e 82.666, publicados em [25, p. 167].

²⁰ Súmula n.º 561.

- b) A correção monetária não se confunde com os juros, pois ela é a atualização da própria dívida²¹;

- c) Em todos os casos de responsabilidade civil cabe a correção monetária. Embora a Súmula n.º 562 só se refira aos danos materiais causados por atos ilícitos, o entendimento do Supremo abrange, atualmente, qualquer tipo de dano causado, tanto nas hipóteses de responsabilidade delitual, extracontratual ou aquiliana, quanto nos casos de responsabilidade contratual;

- d) Nas desapropriações, o atraso culposo da administração no pagamento da indenização devida justifica a correção monetária, não obstante o disposto na Súmula n.º 416;

- e) A correção deve incidir até o efetivo pagamento do débito ou da indenização (Súmula n.º 561); e

- f) Admite-se a correção monetária em virtude de aplicação analógica da lei, não se exigindo, pois, lei expressa para que a correção possa incidir.

Verificamos, pois, que uma fase importante de cristalização e sistematização da jurisprudência foi concluída quando o Supremo Tribunal Federal introduziu, entre as suas Súmulas, as de n.º 596 — excluindo a incidência da lei de usura em relação às instituições financeiras — n.º 562 — mandando corrigir a indenização por danos materiais decorrentes de atos ilícitos — e n.º 561 — consagrando a possibilidade de ocorrência de várias correções sucessivas na indenização, decorrentes de expropriações, no caso de mora do expropriante.

É preciso salientar, outrossim, que mais um passo está sendo dado, já agora, no sentido de aplicar a correção monetária nas próprias dívidas de dinheiro, desde que se tenha configurado a mora do devedor. De fato, se toda lesão de direito deve ser reparada integralmente, mediante a restauração do credor ao *statu quo ante*, ou seja, da situação em que se encontraria se a obrigação tivesse sido cumprida atempadamente, impõe-se a correção em todos os casos de mora, pouco importando a natureza da dívida (de dinheiro ou de valor) ou a sua origem, contratual ou extracontratual. É, tão-somente, com essa incidência que a distribuição da Justiça atenderá aos princípios morais que devem imperar na sociedade, evitando-se que o crime e a morosidade possam enriquecer o devedor impontual.

²¹ Veja o excelente voto do Ministro Xavier de Albuquerque na Reclamação n.º 35, publicada em [27, pp. 734-735].

Na realidade, os argumentos que levaram sucessivamente o Excelso Pretório a admitir o reajustamento da indenização dos danos pessoais e, mais recentemente, materiais também justificam a correção monetária das dívidas de dinheiro no caso de mora ou de inadimplemento. Efetivamente, quer a dívida seja de dinheiro ou de valor, quer o seu fundamento seja o contrato, a lei ou a prática do ato ilícito, em todos os casos, não se pode transformar o processo numa fonte de enriquecimento ilícito do devedor em detrimento do credor, sendo o mesmo o imperativo legal e ético que deve ser aplicado.

A generalização dessa tese, que se encontrava implícita em alguns acórdãos, mas que só agora está sendo consagrada em termos claros e inequívocos pelas decisões mais recentes, constitui um importante fator para o descongestionamento e a aceleração da nossa Justiça.

Evidencia-se que podemos considerar, atualmente, em virtude da evolução jurisprudencial liderada pelo Supremo Tribunal Federal, a incidência da correção monetária como consequência necessária do princípio geral do Direito que visa a assegurar ao credor o recebimento integral do débito e, ao lesado, a indenização cabal, ou seja, a *restitutio in integrum*. Já o Código Civil assegura ao credor da dívida em moeda estrangeira o pagamento de acordo com o câmbio que lhe for mais favorável, na hipótese de mora do devedor (artigo 947), devendo prevalecer, no caso de fato ilícito, o valor mais favorável ao lesado (artigo 948). A mesma regra se aplica ao credor em moeda nacional, quando varia o seu poder aquisitivo, cabendo ao devedor garantir ao credor o poder aquisitivo, que constituiu o objeto do débito na data do seu vencimento. A aplicação das ORTN tem essa finalidade de revalorização.

Pode parecer estranho o caminho seguido pelo mais alto Tribunal para chegar à sua posição atual, e aparentemente algumas críticas poderiam ser feitas às distinções formuladas nas várias fases da evolução jurisprudencial que acabamos de analisar. É preciso, todavia, compreender que o Direito, como a Matemática, é uma linguagem cômoda, para utilizarmos a feliz definição de Henri Poincaré. É possível discutir, em tese, a validade e oportunidade da dualidade de regimes legais adotados para os danos pessoais e materiais, para as dívidas de valor e as de dinheiro, mas ela correspondeu, na época, ao justo equilíbrio dos interesses em jogo. Se, em 1971, o Tribunal resistia às pressões dos que queriam impor a correção monetária [25, p. 731], é essa mesma coragem cívica que levou a mais alta Corte, três anos depois, liderada pelos Ministros Aliomar Baleeiro e Rodrigues Alckmin com o apoio dos demais ministros, a aceitar a correção monetária como única forma possível de manter a Justiça comutativa e permitir o convívio relativamente harmonioso da economia nacional com a inflação. Nos debates do Tribunal, nota-se a evolução que está sendo realizada e em virtude da qual os votos vencidos se transformam, paulatinamente, mediante uma pregação contínua, em votos vencedores. Mesmo nos países

anglo-saxônicos, o princípio *stare decisis* deixou hoje de ser rígido, pois só a flexibilidade permite a boa distribuição da Justiça. Na nossa Corte Suprema, a jurisprudência sobre a correção monetária constitui um verdadeiro exemplo da busca pelos magistrados do ideal de Justiça e do adequado equilíbrio dos interesses em conflito.

Enquanto os poderes Legislativo e Executivo deram soluções aos problemas surgidos em virtude da inflação, em alguns setores específicos da nossa vida econômica, coube ao Poder Judiciário — e em particular ao Supremo Tribunal Federal, numa evolução que acaba de terminar — sistematizar eficientemente as técnicas indispensáveis à manutenção da vida econômica do país e à adequada distribuição da Justiça. No entanto, já é hora de transformar em texto legal o que foi resultado de paciente trabalho jurisprudencial.

O Governo Federal tem afirmado, por diversas vezes, a sua intenção de garantir a correção monetária aos credores das entidades de direito público. Ao invés de medidas casuísticas, impõe-se, no caso, uma norma geral que faça incidir a revalorização dos créditos em todas as hipóteses de mora, transformando em direito de todos o que hoje, *ex vi legis*, constitui o privilégio de alguns. Essa generalização já consta nas Emendas que foram apresentadas ao Projeto de Código Civil e, especialmente, na de n.º 317, do Deputado José Bonifácio Neto e nas de n.ºs 321 e 327, do Deputado Daso Coimbra, todas aceitas pelo Relator da matéria, Deputado Raymundo Diniz, dando-se, assim, nova redação aos artigos 313, 314 e 315 do Projeto.

Em virtude das mencionadas Emendas, os artigos do novo Código determinam que os débitos passam a sofrer correção monetária a partir do seu vencimento (Emenda n.º 317)²², aplicando-se a correção monetária, quer nas dívidas de valor, quer nas dívidas de dinheiro, e sendo lícito convencionar o aumento de prestações sucessivas (Emenda n.º 321) [4, p. 17], permitindo-se, ainda, ao juiz rever prestações futuras de acordo com a desvalorização da moeda, quando ocorrer desproporção manifesta do valor da prestação entre o momento em que foi convencionada e o dia da execução (Emenda n.º 327) [4, p. 20].

São esses os princípios que devem prevalecer e que, para serem consagrados, não precisam aguardar a elaboração do novo Código Civil. Só assim desaparecerá o prêmio que a legislação vigente atribui, inconsciente e involuntariamente, ao devedor moroso, e um passo importante terá sido dado em favor da eficiência da Reforma Judiciária, da estabilidade e da segurança nas relações jurídicas e da própria moralidade na vida empresarial. Cabe, pois, agora ao legislador transformar em lei o que é hoje importante conquista jurisprudencial.

²² Relatório do Deputado Raymundo Diniz publicado em [4, p. 15].

BIBLIOGRAFIA

- 1 ASCARELLI, Tullio. *Studi giuridici sulla moneta*. Milano, Dott A. Giuffrè, 1952.
- 2 AUBERGER, Philippe. *Le modèle brésilien de lutte contre l'inflation (1964-1973)* Paris, La Documentation Française, 1973.
- 3 BALEEIRO, Aliomar. *O Supremo Tribunal Federal, esse outro desconhecido*. Rio de Janeiro, Forense, 1968.
- 4 BRASIL. Congresso. Câmara dos Deputados. *Direito das obrigações do código civil*. Livro 1. Brasília, Dep. Imp. Nacional, 1968.
- 5 CAMPOS, Roberto de Oliveira. Prefácio. In: CHACEL, Julian et alii. *Correção monetária*. Rio de Janeiro, APEC, 1970.
- 6 CAMPOS FILHO, Paulo Barbosa. *Obrigações de pagamento em dinheiro*. Rio de Janeiro, Jurídica e Universitária, 1971.
- 7 CARBONNIER, Jean. *L'influence de la dépréciation monétaire*. Paris, Librairie Générale de Droit, 1961. [Estudos dirigidos por Raul Durand]
- 8 CARVALHO, Edson de. *A inconstitucionalidade da correção monetária de débitos fiscais*. São Paulo, ITN Ed., 1977.
- 9 COX, Archibald. *The role of the Supreme Court in American Government*. 1975.
- 10 DE MALBERG, Carre. *Contribution à la théorie générale de l'Etat*. Paris, Sirey, 1922. t. 2.
- 11 DOYLE, James. *Not above the law (the battles of Watergate Prosecutors Cox and Jaworski)*. New York, William Morrom, 1977.
- 12 FRIEDMANN, W. *Law in a changing society*. 2nd. ed. London, Stevens & Sons, 1972.
- 13 HADOCK LOBO, Eugênio R. & COSTA NETTO, Francisco. *Correção monetária trabalhista*. Rio de Janeiro, Ed. Trabalhistas, 1967.
- 14 LACERDA, Galeno. *Correção monetária e descrição dos tribunais*. Passo Fundo, Prefeitura Municipal de Passo Fundo.
- 15 LAMBERT, Édouard. *Le gouvernement des juges*. Paris, Marcel Giard, 1921.
- 16 LEFCOE, George. Monetary correction and mortgage lending in Brazil. *Stanford Law Review*, Stanford, Ca., Stanford Univ. School of Law, v. 21, 1968.
- 17 LIMA, Paulo Araujo. *A correção monetária sob a perspectiva jurídica*. Rio de Janeiro, Borsoi, 1972.
- 18 MELLO, José Luiz da Anhaia. *Da separação de poderes à Guarda da constituição*. São Paulo, Revista dos Tribunais, 1968.

- 19 MORAES, Bernardo Ribeiro de & MARTINS, Ives Gandra da Silva. *A correção monetária de débitos fiscais perante o ordenamento jurídico*. São Paulo, Resenha Tributária, 1976.
- 20 OLIVEIRA, Jardel Noronha de & MARTINS, Odaléa. *Os IPMs e o habeas-corpus no Supremo Tribunal Federal*. São Paulo, Sugestões Literárias, 1967. 3 v.
- 21 PINTO, Roger. *La cour suprême et le New Deal*. Paris, Sirey, 1938.
- 22 RECURSO de revista n.º 9.674. *Revista de Jurisprudência do Tribunal de Justiça do Estado da Guanabara*, Rio de Janeiro, v. 35, 1975.
- 23 REVISTA FORENSE. Rio de Janeiro, v. 258.
- 24 REVISTA TRIMESTRAL DE JURISPRUDÊNCIA. Rio de Janeiro, Dep. Imp. Nacional, n.º 32.
- 25 ----. Rio de Janeiro, Dep. Imp. Nacional, n.º 61.
- 26 ----. Rio de Janeiro, Dep. Imp. Nacional, n.º 76.
- 27 ----. Rio de Janeiro, Dep. Imp. Nacional, n.º 79.
- 28 REVUE ECONOMIQUE. Paris, Librairie Armand Colin, mars 1955.
- 29 ROSEN, Keith. Adaptation of the Brazilian income tax to inflation. *Stanford Law Review*, Stanford, Ca., Stanford Univ. School of Law, v. 21, 1968.
- 30 SIMPÓSIO SOBRE A DECISÃO JUDICIAL E A INFLAÇÃO MONETÁRIA. *Boletim da Associação dos Magistrados Brasileiros*, Rio de Janeiro, n. 12, nov. 1975.
- 31 TUNC, André. La cour suprême idéale. *Revue Internationale de Droit Comparé*. Paris, Société de Législation Comparée n. 1, jan./mars 1978.
- 32 VALE, Oswaldo Trigueiro do. *O Supremo Tribunal Federal e a instabilidade político-institucional*. Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 1976, passim.
- 33 VILLENEUVE, Bigne de. *La fin du principe de séparation des pouvoirs*. Paris, Sirey, 1934, passim.
- 34 WALD, Arnoldo. *Estudos e pareceres*. (1ª série) São Paulo, Revista dos Tribunais, 1972.
- 35 WANDY, Gurfinkel de. *Depreciação monetária - revaluación de deudas dinararias*. Buenos Aires, Depalma, 1976, passim.

Programa a revista Bolsa. É de lei.

**A revista Bolsa
foi considerada órgão de
grande circulação, segundo
despacho do Departamento
Nacional do Registro
do Comércio, publicado
no Diário Oficial de
21.09.73, para veiculação
de balanços, balancetes,
editais e convocações
em cumprimento da
Lei das S.A.**

Dirigida basicamente ao mercado acionário, a revista Bolsa atinge simultaneamente investidores e técnicos do setor. Ela é editada pela Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e se firmou como órgão de análise e informação do mercado de capitais e dos acontecimentos da vida econômica nacional.

A circulação abrange todo o território nacional, atingindo leitores, investidores e técnicos.

A revista Bolsa preenche todas as exigências para a publicação de matéria legal.

Considere essas vantagens. E faça já a sua programação.

O retorno também é de lei.

bolsa

a informação no mercado de capitais

Praça XV de Novembro, 20, 9º andar,
tel.: 291-5354, ramal 315 e 456
Rio de Janeiro — RJ

Rua Líbero Badaró, 462 — 1º andar
tels.: 36-8433 — 36-8438 — 36-8448
Revista BOLSA — 37-0728 e 37-9001

Rua da Bahia, 916
tel.: 226-0429
Belo Horizonte — MG

Rua Siqueira Campos, 1193, sala 35
tel.: 24-7502
Porto Alegre — RS (representante)

SCS — Bloco A — Quadra 04
Edifício Embaixador, nº 49 — 3º andar
salas 312 e 314
tel.: 226-9710
Brasília — DF

Bancos de Desenvolvimento e o Mercado de Ações*

Pedro Carvalho de Mello e
Marcos Fernandes Machado**

Este artigo examina os modos de relacionamento entre os sistemas de bancos de desenvolvimento e mercado de ações e sugere que seria mais eficiente e potencialmente mais repartitivo da propriedade industrial se houvesse um desenvolvimento harmônico dos dois sistemas. Isso requer a adoção de uma estratégia explícita dos bancos de desenvolvimento para promover uma divisão de tarefas com o mercado de ações.

1. Introdução

Uma das tarefas fundamentais para o desenvolvimento econômico de um país é a do financiamento de suas atividades produtivas. Garantir um nível ótimo de poupança e canalizar esses recursos com eficiência para atender as áreas prioritárias de investimento da sociedade representam aspectos básicos a serem considerados na

* Este trabalho é uma versão modificada da conferência sobre "O Desenvolvimento Financeiro e o Mercado de Capitais: Novos Mecanismos e Instrumentos para Mobilizar Recursos Internos pelos Bancos de Desenvolvimento", apresentado no Seminário sobre Nuevas Modalidades de Financiamento para El Desarrollo de América Latina, da Asociación de Desarrollo (ALIDE), em Quito, Equador, em Novembro de 1979.

** Os autores, Pesquisador Sênior e Pesquisador do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais — IBMEC, respectivamente, agradecem a colaboração de Jane Maria Medeiros, Assistente de Pesquisa do IBMEC. Agradecem também a João Regis Ricardo dos Santos, Diretor-Técnico do IBMEC, Reginaldo Ferreira Pereira, Ailton Coentro Filho e Miguel Dirceu Tavares, Pesquisadores deste Instituto. Pela revisão dos originais, agradecem a Marise Philbois Toledo. Desejam também expressar seu agradecimento ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) e à Associação Brasileira de Bancos de Desenvolvimento (ABDE), que gentilmente contribuíram no fornecimento das informações e dados relevantes à consecução desse trabalho. As opiniões expressas neste trabalho refletem os pontos de vista dos autores, e não necessariamente do IBMEC.

avaliação do desempenho de seu sistema financeiro. E, tendo em vista essa proposição geral, desejamos analisar as maneiras principais de relacionamento entre bancos de desenvolvimento e mercado de ações. Para avaliar e emitir apreciações sobre o caminho mais indicado, no entanto, precisamos examinar esse relacionamento no contexto de experiências concretas que levem devidamente em conta o estágio de desenvolvimento sócio-econômico e financeiro do país. No caso do Brasil, somos de opinião de que seria mais proveitoso, no atual estágio, se os bancos de desenvolvimento, em primeiro lugar, atuassem de forma mais complementar com o mercado de ações no financiamento de capital de longo prazo das empresas, e, em segundo lugar, se, contribuíssem de maneira mais firme em prol da abertura de capital das empresas, objetivando criar potencialidades de maior repartição da propriedade industrial através do mercado de ações.

No item 2 deste trabalho, discutimos os modos possíveis de relacionamento entre os bancos de desenvolvimento e o mercado de ações, em seus aspectos de captação de recursos, e de financiamento via débito ou *equities*, além de discorrermos sobre o potencial catalizador do mercado de capitais pelos bancos de desenvolvimento e a complementaridade entre esses dois sistemas no financiamento das atividades produtivas. No item 3, situando a discussão dentro do painel institucional brasileiro, descrevemos, de um lado, o desenvolvimento do sistema financeiro mais recente, juntamente com os seus sistemas de bancos de desenvolvimento, e, de outro, o do mercado de ações, procurando elucidar suas formas de inter-relacionamento. Apresentamos ainda neste item um painel das empresas no Brasil, ressaltando a nítida desvantagem do mercado de ações como supridor de recursos para as mesmas, em vista da ínfima minoria de empresas que se organizam sob a forma de sociedades anônimas de capital aberto. No item 4, apresentamos a proposição de que o funcionamento desses dois sistemas seja considerado de um ponto de vista social, sugerindo, *pari-passu*, um aprofundamento das complementaridades possíveis existentes entre eles. Dentro da visão normativa deste trabalho, discutimos no último item, de número 5, as implicações dessas proposições quanto aos efeitos favoráveis para o desenvolvimento econômico e aos aspectos relativos à repartição da propriedade industrial.

2. Principais Modos de Relacionamento entre Bancos de Desenvolvimento e o Mercado de Ações

Geralmente apontam-se três modos principais de se encarar o relacionamento entre os bancos de desenvolvimento e o mercado de ações. Para a situação do Brasil, no entanto, entendemos que um quarto modo deva ser enfatizado, como veremos nesse trabalho. Esses modos não são totalmente distintos, e nem se excluem mutuamente. Sua análise em separado, porém, facilita a compreensão dos argumentos que aqui são discutidos. São eles:

1) Captação de recursos pelos bancos de desenvolvimento no mercado de ações.

Segundo este modo, os bancos de desenvolvimento consideram o mercado de ações, caso este já tenha atingido um porte crítico no país, como um importante supridor em potencial de seus recursos [3]. Dessa maneira, o mercado de ações funciona como um instrumento de captação e canalização de poupanças para os bancos de desenvolvimento, possibilitando a estes efetuar suas operações de promoção e financiamento de investimentos das atividades produtivas da economia.

Para captar recursos no mercado de ações, os bancos de desenvolvimento podem utilizar diversas estratégias em termos de participação relativa da poupança doméstica ou externa, de subscrições por parte do setor público ou privado, e, no caso desse último, de investidores institucionais ou individuais.

Essas formas de obtenção de recursos, entretanto, não têm sido utilizadas com muita freqüência, pois a maioria desses bancos obtém seus recursos diretamente do setor público ou, então, de organismos internacionais de crédito. Inclusive, em muitos casos vigoram restrições legais que impedem aos bancos de desenvolvimento captar recursos no mercado de ações. Deve-se atentar para a existência de determinados problemas específicos no relacionamento dos bancos de desenvolvimento com esse mercado. Com efeito, *latu sensu*, podemos considerar os bancos de desenvolvimento como parte do mercado de capitais, dado que atuam como intermediários financeiros e canalizam, a médio e longo prazo, os recursos requeridos por projetos de desenvolvimento econômico. Entretanto, esses bancos não agem apenas como intermediários financeiros, uma vez que suas operações estão ligadas mais ao interesse social do que ao particular, atuando como agentes promotores de novas empresas e atividades. Nessa função, estimulam a emergência de uma série de ingredientes necessários ao desenvolvimento econômico de um país, tais como capital, empresários, capacidade tecnológica e gerencial, e o próprio mercado de ações [5].

Isto provoca certo conflito de interesses entre os objetivos sociais refletidos nas operações ativas desses bancos e a captação de recursos da poupança doméstica privada voluntária, através do mercado acionário. Se o banco de desenvolvimento emitir debêntures, competindo com títulos de outras empresas junto a essa poupança, obterá um recurso caro que sem dúvida conflitará com seu perfil de retorno, reflexo do objetivo último do fomento. Este objetivo necessariamente implica uma avaliação social e não privada, e que se traduz muitas vezes numa taxa de remuneração inferior à da debênture. Se emite ações, permanece o conflito de interesse mencionado acima, muito embora a diversificação da carteira de aplicações do banco possa fazer com que suas ações sejam mais atrativas, em termos de menor risco para os investidores, do que as ações (caso haja) individuais da maior parte das empresas que compõem sua carteira de aplicações.

2) Aplicação de recursos pelos bancos de desenvolvimento por meio de participação societária.

O segundo modo de relacionamento consiste na forma pela qual os bancos de desenvolvimento carregam recursos às empresas. Ao invés de conceder financiamento (*debt financing*), o qual acarreta endividamento dessas empresas, os bancos podem ofertar recursos por meio da participação acionária (*equity financing*), ou seja, através de capital de risco.

Nesta atuação reside uma possível fonte de ampliação dos valores mobiliários de empresas, através de opções tais como o lançamento de emissões ao público ou aos fundos de investimento, o *underwriting*, ou o fornecimento de garantia de emissões. Nesse processo, os bancos necessariamente se envolvem em operações de administração de carteira, isto é, de compra e venda de títulos.

Ademais, têm de estar conscientes do seu impacto no mercado de ações, preocupando-se com a disciplina do mercado, o tipo de ações, a época e o ritmo com que transacionam, devendo evitar flutuações bruscas e a colocação, no mercado, de ações de empresas que ainda não tenham condições de rentabilidade. Os conflitos de interesse também estão presentes nesse modo de relacionamento. Assim, os bancos de desenvolvimento, ao administrarem suas carteiras de participação acionária nas empresas, enfrentam o dilema de vender suas ações melhores, piorando a composição de sua carteira, mas dando *turnover* a bons papéis, ou vice-versa, no caso de vender suas piores ações.

Finalmente, os bancos de desenvolvimento podem, indiretamente, relacionar-se com o mercado de ações ao gerar confiança do público numa empresa — aprovando, por exemplo, um projeto de expansão —, permitindo-lhe emitir ações, ou, ainda, ao manter ações de empresas em sua carteira até que estas estejam em condições de lançar novas emissões no mercado.

Os dois modos iniciais de relacionamento pressupõem a existência de um mercado de ações estruturado. Ademais, os bancos de desenvolvimento não necessariamente precisam se colocar numa perspectiva de fomento do sistema financeiro, bastando apenas que assumam uma postura de usuários do mercado de ações já existente.

3) Criação ou fortalecimento do mercado de ações por meio dos bancos de desenvolvimento.

O terceiro modo de relacionamento requer dos bancos de desenvolvimento uma interação com as outras instituições da intermediação financeira segundo uma perspectiva social. Em outras palavras, isto implica que os bancos se comportem

como instrumentos de modernização do sistema financeiro. Conforme este modo de relacionamento, podemos considerar os bancos de desenvolvimento, isoladamente ou em cooperação com outras instituições, como um elemento iniciador ou catalizador do mercado acionário.

A intermediação financeira realizada pelo setor público, principalmente através dos bancos de desenvolvimento, é o principal mecanismo de financiamento de longo prazo na maior parte dos países em desenvolvimento. Uma outra fonte possível de captação de recursos de longo e médio prazo, ainda insatisfatoriamente explorada nestes países, é o mercado de ações. Este mercado foi intensamente utilizado por alguns países da Europa e da América do Norte em sua fase de industrialização, e continua a ter um importante papel no sistema financeiro dos países desenvolvidos. É através desse mercado que se mobiliza uma parcela da poupança voluntária interna, canalizando-a em direção às necessidades de investimento por meio da criação de tipos de valores mobiliários que sejam apropriados em termos de alternativas de risco, retorno e liquidez não só para as empresas que necessitem de financiamentos, como também para os que possuam poupanças e queiram aplicá-las. Adicionalmente, o mercado de capitais, e especialmente seu segmento do mercado de ações, tem o papel social de atuar na criação de instrumentos de repartição de propriedade.

Com as devidas adaptações, o mercado de ações pode se constituir num modelo institucional para países em desenvolvimento, visando, com isso, aumentar o nível de poupança disponível para a formação de capital de longo prazo, acima do nível de oferta que existiria somente com a presença de bancos de desenvolvimento, e simultaneamente criar um instrumento de desconcentração de riqueza. Essas razões justificam uma estratégia definida de organização ou fomento do crescimento de um mercado de ações. Entretanto, este é um mercado complexo, necessitando de uma série de precondições ideais para seu perfeito funcionamento. Na órbita institucional, pressupõe a existência de mecanismos legais adequados, a efetiva presença de entidades reguladoras do mercado e das empresas participantes, a entrada em vigor de uma lei básica e moderna de sociedades anônimas, a divulgação de uma oferta ampla e fidedigna de informações e dados financeiros das empresas, práticas contábeis corretas e adequadas, um padrão de boa conduta legal, ética e comercial por parte de suas instituições e, finalmente, um amplo quadro institucional compatível com a existência de um regime de propriedade privada. Na órbita econômica, requer um certo grau de monetização na economia, um bom desempenho das políticas monetárias e fiscais, uma política econômica que evite altas e variadas taxas de inflação, além de um conjunto competitivo porém especializado de instituições bancárias e outros intermediários financeiros. Além desses pré-requisitos, necessita de determinadas condições que dizem respeito ao próprio funcionamento e organização do mercado acionário, tais como uma presença significativa de investidores institucionais e individuais no lado da demanda por ativos financeiros, a existência

de práticas éticas com respeito aos acionistas minoritários, um conjunto relativamente grande e variado de títulos e obrigações no lado da oferta, com emissão regular de novos ativos financeiros, e um mercado com transações periódicas e competitivas, com o mercado secundário dando liquidez aos títulos lançados no mercado primário. Poucos países, talvez só aqueles já industrializados e desenvolvidos, preenchem adequadamente todos ou mesmo alguns desses pré-requisitos e condições. Outros países já possuem um mercado de ações formalmente organizado, como o Brasil, porém ainda não utilizam o seu pleno potencial. Na maioria dos países, entretanto, ou esse mercado inexistente ou persistem ainda sérias dificuldades em suas condições que efetivamente impedem o seu mínimo funcionamento. Justamente para esse terceiro grupo de países ou situações é que o banco de desenvolvimento pode ser utilizado como parte de uma estratégia governamental para dar partida ou ativar o mercado de ações. Com efeito, os bancos podem promover uma ativa política de desenvolvimento desse mercado, seja para gerá-lo, estabelecendo seus principais rudimentos, seja para fortalecê-lo, procurando possibilitar a suas instituições financeiras que alcancem tamanhos mínimos críticos, economias de escala, competitividade e ganhos de especialização. Mais especificamente, há quatro modos principais de atuação dos bancos de desenvolvimento nesse processo: a) utilizando seus recursos de forma direta como, por exemplo, pela compra de ações de empresas no mercado primário; b) lançando mão de valores mobiliários, seja pela emissão e venda de suas próprias ações, seja pela venda de ações de empresas pertencentes à sua própria carteira; c) atuando através de transações no mercado, desde que tenha uma participação expressiva no mesmo, para manter a disciplina e o equilíbrio; e d) propondo e estimulando determinados progressos legais e institucionais no mercado de ações, com vistas a um crescimento integrado dos mercados primário e secundário de valores mobiliários [4].

4) Complementaridade entre os bancos de desenvolvimento e o mercado de ações.

Finalmente, o relacionamento entre bancos de desenvolvimento e o mercado de ações pode ser visto de uma perspectiva mais geral, pelo financiamento das atividades produtivas do país subordinado ao desenvolvimento econômico social em geral. Este quarto modo será analisado de forma mais acurada no decorrer deste trabalho. Basicamente, queremos propor que seja explorada com maior imaginação, determinação e profundidade a possibilidade de complementaridade existente entre estes dois sistemas no referente ao financiamento das empresas e à distribuição da riqueza.

As medidas que estamos propondo, evidentemente, têm de ser avaliadas tomando-se como referencial o estágio de desenvolvimento econômico, social e financeiro do Brasil, e, em particular, o grau de evolução em que se encontram seus sistemas de bancos de desenvolvimento e mercado de ações.

O Brasil apresenta grandes contrastes em seu atual estágio, com diversos aspectos de um país industrializado e desenvolvido convivendo ao lado de diversos aspectos de um país muito pobre e subdesenvolvido. Observa-se esse fenômeno quer nos setores da economia quer nas diversas regiões do país. A coexistência dessas disparidades setoriais e regionais torna relevantes para o Brasil todos os modos apontados anteriormente, quanto às formas de relacionamento entre bancos de desenvolvimento e o mercado de ações.

O país já conta com um sistema de bancos de desenvolvimento bastante evoluído, ao lado de um mercado de ações estruturado e moderno em termos de instrumentos e instituições que nele operam. Possui um grande número de empresas — um total de 1.523.991 estabelecimentos ativos em 1976, relacionados no Cadastro Geral de Contribuintes, dos quais 551.531 eram empresas (pessoas jurídicas) declarando rendimentos no exercício de 1976, ano base de 1975 — e, em contraste, apresenta grande disparidade em termos de porte, gerência, viabilidade econômica, forma jurídica, propriedade, modernidade, etc. A maioria dessas empresas só pode contar com os bancos de desenvolvimento, embora existam outras — de maior porte, maior lucratividade e melhor organização e administração — que podem utilizar o mercado de ações, desde que os bancos de desenvolvimento não as atraiam para sua órbita via o crédito subsidiado. Há pois uma possibilidade de atuação complementar entre essas instituições quanto ao aporte de fundos às empresas, que, se bem explorados, podem aumentar o grau de desempenho de cada uma, representando um maior somatório global de eficiência na captação e alocação dos escassos recursos de poupança do país. Outro problema no país é o da concentração de riqueza e propriedade, e também nesse caso uma atuação conjunta pode resultar numa maior repartição da riqueza e desconcentração da propriedade, principalmente dos setores secundário e terciário moderno da economia.

3. Desenvolvimento Financeiro no Brasil e Financiamento às Empresas

Para desenvolver estas proposições, precisamos ressaltar alguns aspectos da situação brasileira que dizem respeito principalmente ao contexto de atuação e influência dos bancos de desenvolvimento e do mercado de ações.

3.1. Desenvolvimento financeiro

O Brasil tem apresentado, principalmente após 1964, um grande desenvolvimento financeiro, caracterizado por uma marcante expansão e variedade de instituições e ativos financeiros. Cabe destacar nesse processo a evolução da poupança financeira e da estrutura organizacional do sistema financeiro do país.

3.1.1. Poupança financeira

A participação de poupança financeira nacional no produto interno bruto (PIB) evoluiu de 15,7% em 1965 para 26,1% no ano de 1977. Isso sem dúvida reflete um desenvolvimento tanto da emissão de títulos que as empresas lançam para captar recursos, quanto das instituições financeiras, que não só intermediam esses títulos, como também emitem títulos próprios.

Três aspectos podem ser destacados nessa evolução de poupança financeira. O primeiro é o da indexação dos valores nominais, ou correção monetária. O Brasil em toda sua história financeira tem se caracterizado por um persistente processo inflacionário, com altas e variadas taxas de inflação. Evidentemente essa crônica inflação prejudica bastante uma expansão dos ativos financeiros na economia, ativos estes que são expressos contratualmente em valores nominais. No Brasil, a existência da Lei da Usura, limitando a cobrança de juros a um máximo de 12% anuais, contribui para agravar essa situação. A institucionalização e difusão da correção monetária, criada no rol das reformas financeiras iniciadas após 1964, teve um importante impacto na expansão da poupança financeira e, principalmente, da poupança doméstica de médio e longo prazo.

O segundo aspecto é o da relativa importância do Estado na aplicação e absorção dos recursos que entram no circuito da intermediação financeira no Brasil. Este fato se deve, em grande parte, ao controle direto pelo Estado da maioria das instituições financeiras nacionais, tais como o Banco do Brasil, o Banco Nacional de Habitação (BNH), o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), as caixas econômicas e os bancos estaduais e regionais de desenvolvimento. Para se ter uma idéia da importância desse controle, basta mencionar que estas instituições foram responsáveis por mais da metade dos empréstimos totais realizados no ano de 1978.

O terceiro aspecto é o do aumento desta participação no decorrer desses anos, especificamente a partir de 1966, com a criação dos fundos de poupança compulsória. Nesse ano, deu-se a criação do Fundo de Garantia de Tempo de Serviço (FGTS), que se transformou na principal fonte de recursos do BNH. Em 1971, haviam sido criados os Fundos de Participação PIS/PASEP que, em 1974, passaram a ser administrados pelo BNDE, praticamente duplicando a escala de operações desse Banco. O FGTS e o PIS/PASEP, considerados em conjunto, mostram uma participação crescente no total dos principais haveres financeiros do país, correspondendo a 9,6% em 1975 e a 11,8% em 1978. Ademais, a elasticidade da poupança compulsória com relação ao PIB *per-capita* tem se aproximado do valor de 1,5, o que indica a crescente importância desses fundos para o desenvolvimento econômico do país.

3.1.2. Evolução e organização do sistema financeiro

O Brasil possui um elenco numeroso, moderno e variado de instituições, mecanismos e instrumentos financeiros. Isto sugere às autoridades financeiras que, ao invés de imaginar a criação de novos instrumentos e novos mecanismos para mobilizar recursos internos, o mais importante de se enfatizar no momento é uma melhor coordenação e aproveitamento do sistema financeiro já montado. Com efeito, esse aperfeiçoamento financeiro foi promovido e induzido em parte pelo governo, e para tal fez-se um uso imaginativo das experiências institucionais e financeiras de outros países. Não seria exagero afirmar que no Brasil, em alguma ocasião ou outra, já se propôs, planejou, experimentou ou adotou, principalmente a partir de 1964, grande parte do que existe nos países mais avançados de economia de mercado em termos financeiros. Trata-se de um grande processo de adaptação de tecnologia financeira para um país em rápido processo de industrialização, com uma longa tradição de intervenção governamental e subsídios de diversos tipos para as atividades econômicas, e com uma história crônica de inflação. Nesse processo, muitas dessas instituições transplantadas não vingaram, ou então foram desvirtuadas da forma original como haviam sido concebidas.

A partir do início da década de 1970, e, mais precisamente, a partir de 1971, o ano da criação do fundo PIS/PASEP, o sistema de intermediação financeira no país atingiu uma configuração que iria determinar sua subsequente evolução até os anos mais recentes. Uma característica marcante dessa evolução foi a opção por um sistema constituído de instituições especializadas por áreas de aplicações, inspirado no sistema financeiro norte-americano, que veio a definir um perfil bastante segmentado para o sistema financeiro nacional. Cabe ressaltar que a especialização funcional das instituições tem sido acompanhada por um processo de conglomeração em termos de propriedade e controle, no que diz respeito ao setor privado. Podemos dividir o sistema financeiro do Brasil em cinco grandes blocos: a) sistema monetário, incluindo o Banco Central, Banco do Brasil e os bancos comerciais; b) sistema de financiamento imobiliário, constituído pelo BNH, sociedades de crédito imobiliário (SCI), associações de poupança e empréstimo (APE), e caixas econômicas; c) sistema de financiamento ao consumo, um grupo mais heterogêneo, incluindo além das sociedades de crédito, financiamento e investimento, os bancos comerciais e as caixas econômicas; d) sistema de bancos de desenvolvimento, composto pelo sistema BNDE — bancos de desenvolvimento e bancos de investimento; e e) mercado de ações, incluindo as bolsas de valores, sociedades corretoras e sociedades distribuidoras, regulado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Esses dois últimos sistemas são os principais responsáveis pela parcela financiada da formação bruta de capital fixo às empresas. Na Tabela 1 a seguir apresentamos a participação relativa desses segmentos na poupança financeira nacional.

TABELA 1 — Participação dos Subsetores na Poupança Financeira Nacional — Fluxos Acumulados Anualmente

	(em %)		
Subsetores	1971	1975	1978
1. Sistema Monetário	17,7	17,9	17,7
Haveres Monetários	14,9	16,0	13,8
Depósitos a Prazo	2,8	1,9	3,9
2. Sistema de Financiamento Imobiliário	10,0	13,7	19,7
FGTS	5,4	4,8	7,9
Depósitos de Poupança	2,4	8,1	11,2
Letras Imobiliárias	1,6	0,2	0,0
Depósitos à Vista	0,6	0,7	0,6
3. Sistema de Bancos de Desenvolvimento	6,9	9,3	12,0
PIS/PASEP	0,9	4,7	6,4
Depósitos a Prazo	4,4	4,6	5,7
Letras de Câmbio	1,6	—	—
4. Cias de Seguros — Reservas Técnicas	0,1	0,3	0,4
5. Financeiras — Letras de Câmbio	8,3	4,0	5,0
6. Dívida Pública — Tesouro, Estados e Municípios	8,1	17,9	13,6
7. Mercado de Ações — Títulos de Renda Variável	39,0	25,7	20,0
Quotas de Fundos de Investimento	3,7	0,6	0,6
Emissão de Ações (Oferta Pública)	35,3 (1,7)	25,1 (0,2)	19,4 (0,4)
8. Poupança Externa — Déficit em Conta Corrente	10,7	11,1	11,4
TOTAL	100,0	100,0	100,0
Poupança Financeira Nacional (em Cr\$ milhões)	70.212,0	324.847,0	976.473,0

3.2. Bancos de desenvolvimento e o mercado de ações

3.2.1. Bancos de desenvolvimento

O sistema de bancos de desenvolvimento é liderado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), e composto por suas quatro subsidiárias (FINAME — Agência de Financiamento Industrial; EMBRAMEC — Mecânica Brasileira S.A.; FIBASE — Insumos Básicos S.A.; IBRASA — Investimentos Brasileiros S.A.), uma entidade vinculada (CEBRAE — Centro Brasileiro de Assistência Geren-

cial à Pequena e Média Empresa) e 61 agentes financeiros (22 bancos regionais e estaduais de desenvolvimento — sendo 13 bancos puros e seis bancos comerciais estaduais com carteira de desenvolvimento — e 39 bancos de investimento).

Esse sistema foi responsável por aproximadamente 22,2% dos empréstimos realizados no ano de 1978 pelas instituições financeiras do país (excluindo-se bancos regionais de desenvolvimento e subsidiárias do BNDE), e vem apresentando uma participação crescente ao longo do tempo. O sistema depende quase que exclusivamente dos bancos de desenvolvimento para o financiamento de médio e longo prazos às empresas, uma vez que os bancos de investimento, na prática, não agem com bancos de fomento, e têm pouca expressão no financiamento de capital fixo. Efetivamente, portanto, o Estado controla esse tipo de financiamento, já que os bancos de desenvolvimento são controlados pelo setor público.

Em termos de organização formal, os bancos de desenvolvimento possuem uma estrutura articulada e abrangente, incorporando as principais inovações encontráveis em outros países, pois subdividem-se tanto em termos setoriais quanto regionais, e atuam tanto em termos de empréstimo quanto de participação societária. Desse modo, vemos que as grandes subsidiárias EMBRAMEC, FIBASE e IBRASA formam de fato um sistema setorial de bancos de desenvolvimento que financia as empresas dos seus respectivos setores econômicos de atuação por meio de subscrição de ações. Os bancos regionais — Banco do Nordeste do Brasil S.A. (BNB), Banco da Amazônia S.A. (BASA) e Banco Regional do Extremo Sul (BRDE) — e os bancos estaduais de desenvolvimento dão uma dimensão espacial ao financiamento, pois operam através de empréstimos e serviço de apoio às atividades econômicas localizadas nos Estados ou regiões onde estejam constituídos.

3.2.2. Mercado de ações

O sistema de mercado de ações no Brasil já está razoavelmente sedimentado e modernizado em termos de regulação e modalidades de operação, possuindo diversas das condições institucionais necessárias. O mercado secundário apresenta-se bem desenvolvido, com as bolsas de valores dando liquidez aos títulos lançados no mercado primário, em que pese ainda a grande concentração dos negócios nas Bolsas do Rio e São Paulo. É organizado pelas sociedades corretoras, sociedades distribuidoras e intermediadores de títulos e valores mobiliários, agentes autônomos de investimento, além de sociedades de investimento e fundos mútuos e fiscais de investimento, sendo regulado pela Comissão de Valores Mobiliários. Seu principal problema, como veremos adiante, está na sua subutilização em termos de capitalização de empresas.

3.3. Relacionamento entre os bancos de desenvolvimento e o mercado de ações no Brasil

Os bancos de desenvolvimento no Brasil já estabeleceram diversas maneiras de relacionamento com o mercado de ações, em termos de captação e aplicação de recursos e atuação conjunta.

3.3.1. Captação de recursos

O Brasil não foge à regra quanto à significação relativamente pequena do mercado acionário como supridor de recursos para os bancos de desenvolvimento. A maior parte dos recursos do BNDE provém da União, através de dotações orçamentárias ou oriundas do PIS/PASEP e da receita do imposto sobre operações financeiras. Quanto aos bancos estaduais e regionais de desenvolvimento, grande parte de seus fundos provém principalmente de recursos próprios, repasses de instituições federais e, em menor escala, de recursos do exterior. Não obstante, já foram postos em prática ou ao menos institucionalizados alguns instrumentos para a captação de recursos no mercado de capitais. Essas operações variam com a instituição participante do sistema: por exemplo, o BNDE é legalmente autorizado a utilizar na captação de recursos os depósitos a prazo fixo, as debêntures, e os certificados de depósitos de valores mobiliários como garantia, além de poder se valer da transferência por endosso das cédulas de crédito industrial.

Aos bancos estaduais de desenvolvimento é autorizada a captação de recursos através de depósito a prazo com ou sem correção monetária, e endosso de cédulas hipotecárias e títulos hipotecários para o crédito rural. No entanto, é-lhes vedada a operação com aceites cambiais, a instituição e administração de fundos de investimento, bem como a realização de operações de desconto.

Quanto aos bancos regionais (BASA e BNB), utilizam os recursos tradicionalmente usados pelos bancos comerciais e estão enquadrados como sendo bancos de desenvolvimento mistos, mas de âmbito federal. Utilizam também os instrumentos de captação dos bancos de desenvolvimento. O BRDE, contudo, é uma autarquia, e opera em três Estados (Rio Grande do Sul, Paraná e Santa Catarina), utilizando as mesmas fontes de recursos dos bancos estaduais de desenvolvimento. Os instrumentos de captação no mercado de capitais são os depósitos a prazo fixo, com ou sem o certificado de depósito bancário, ainda que sejam pouco utilizados.

3.3.2. Aplicação de recursos

Os bancos de desenvolvimento, no Brasil, concedem a maior parte de seu financiamento às empresas sob a forma de empréstimos. No entanto, a partir de 1974

o BNDE também vem operando no financiamento sob a forma de participação acionária. É interessante notar que a modalidade de *equity financing* foi implementada através de suas subsidiárias atuando especializadamente em setores da economia. Com efeito, a proposta da criação das três subsidiárias do BNDE (FIBASE, IBRASA e EMBRAMEC), em 1974, estava associada aos objetivos explícitos do governo de manter o crescimento econômico do país, utilizando para tal o mercado de ações. Fez-se então um estudo a partir do qual foram identificados os setores mais carentes que, dada a sua importância estratégica na economia, deveriam ser estimulados. Concluiu-se que, com a criação desses órgãos, seria possível atuar diretamente sobre cada um desses setores.

— FIBASE: A criação da FIBASE foi determinada pela necessidade de se implantar um mecanismo financeiro que, tendo em vista a sustentação de altas taxas de crescimento econômico, garantisse o suprimento de insumos básicos à indústria e à agricultura, estimulando a produção nacional das matérias-primas básicas. Por outro lado, ao suprir tais necessidades, a FIBASE estaria impedindo que fossem estabelecidas fortes relações de dependência com a economia internacional.

Em princípio, a ação da FIBASE deve vincular-se basicamente a projetos liderados pelo setor privado da economia, funcionando como um instrumento de apoio e permitindo que a liderança do desenvolvimento econômico seja exercida pelo setor privado.

Para a consecução de seus objetivos a FIBASE tem participação no capital de risco das empresas do setor através de ações em proporção minoritária, ou de debêntures conversíveis em ações. Não tem direito a participação na gestão direta das empresas, e somente em casos especiais tem participação no capital votante das mesmas: quando se recomenda a presença de entidade equilibradora nas decisões ou quando solicitado pelos empresários.

— IBRASA: A proposta da criação da IBRASA resumia o desejo de se fortalecer a posição da empresa nacional, ao mesmo tempo em que revelava uma preocupação de se estimular o mercado de ações do país.

Na época, já se observava que a manutenção do ritmo de crescimento exigiria elevadas taxas de investimento. Seria portanto necessário criar-se um mecanismo que pudesse atender às necessidades de maior capitalização do setor empresarial. Argumentava-se então em favor da continuidade das medidas legais já adotadas anteriormente para estimular a abertura do mercado de capitais, reconhecendo no entanto que elas só haviam atendido às grandes empresas.

Assim, a IBRASA foi criada para atender às expectativas de capitalização do setor industrial brasileiro, tendo no BNDE o seu acionista majoritário, e podendo

contar com a participação de capitais privados até um limite de 40%. Sua linha de atuação seria, deste modo, de apoio à empresa privada nacional.

A forma de atuação da IBRASA se verifica através da participação societária minoritária e/ou subscrição de debêntures conversíveis em ações. Pode ainda conceder empréstimos a acionistas ou a não-acionistas; nesse caso, para financiamento de participação acionária, atua como uma agência de financiamento cuja carteira inclui ações e outros títulos de empresas a serem lançadas ao público em tempo oportuno.

— EMBRAMEC: O elevado índice de importação de equipamentos destinados a investimentos fixos e sua pequena produção interna determinaram em última instância a criação da EMBRAMEC.

Com a EMBRAMEC pretendia-se atender a um duplo objetivo: fazer com que a participação de equipamentos de produção nacional se tornasse mais ativa no mercado interno e que, por outro lado, pudesse atender às expectativas de exportação. Mais especificamente, visava, além de promover o crescimento da produção interna de máquinas e equipamentos, estimular a expansão da capacidade instalada no setor, bem como a transferência, a incorporação e o desenvolvimento de tecnologia avançada, redundando na dinamização das empresas ligadas ao setor.

Sua forma de atuação caracteriza-se por servir de instrumento de apoio na implantação de novos empreendimentos, na modernização dos já existentes e na consolidação de posição das empresas nacionais, através da subscrição de ações ou debêntures conversíveis em ações, prestando garantia firme à subscrição de ações ou debêntures em operações de oferta pública ou, ainda, proporcionando financiamento a acionistas para a subscrição de ações da empresa. Excepcionalmente, a EMBRAMEC, pode prestar apoio aos processos de associação em *joint ventures*.

Usualmente, atua através de participação minoritária nas empresas, em ações preferenciais sem direito a voto e sem participação na gestão das mesmas.

Em resumo, o princípio de atuação das três subsidiárias quanto à aplicação de recursos nas empresas beneficiadas é o de participação societária pela aquisição de ações preferenciais sem direito a voto. Esta modalidade de atuação é importante tanto do ponto de vista do beneficiamento às empresas, como do favorecimento ao desenvolvimento do mercado de capitais, sobretudo pelo fato de condicionar esse benefício a que as empresas se organizem sob a forma de sociedade anônima de capital aberto.

Essas subsidiárias foram responsáveis por um aporte de recursos às empresas na ordem de Cr\$ 6.122 milhões (incluindo recursos do FINAC), em 1978. Com re-

lação às aplicações no mercado primário pelo sistema BNDE, através das suas subsidiárias, observa-se, no período compreendido entre 1975 e 1978, que o número de empresas que receberam participação societária totaliza 266 (112 foram beneficiadas pela FIBASE, 107 pela IBRASA e 47 pela EMBRAMEC).

A participação do BNDE no mercado de capitais pode ser sintetizada pela Tabela 2. Seus valores sugerem uma crescente importância desse banco na capitalização das empresas privadas nacionais e no desenvolvimento do mercado de ações, a médio e longo prazo.

TABELA 2 — Aplicações no Mercado Primário — Sistema BNDE

(em Cr\$ milhões — valores correntes)

Ano	BNDE		Subsidiárias						
			IBRASA		EMBRAMEC		FIBASE		Valor Total
	Nº de Empre- sas	Valor	Nº de Empre- sas	Valor	Nº de Empre- sas	Valor	Nº de Empre- sas	Valor	
1975	9	332,6	23	416,5	18	311,9	17	445,5	1.505,6
1976	13	1.104,7	49	585,4	19	1.605,4	26	572,2	3.869,0
1977	8	802,5	18	375,9	7	115,5	34	1.290,3	2.584,2
1978	15	440,6	17	161,9	3	115,5	35	4.161,4	4.870,3
Total	45	2.680,4	107	1.539,6	47	2.148,3	112	6.468,7	12.837,1

Fonte: Luiz Ferreira Xavier Borges [2].

3.3.3. Atuação conjunta

A atuação conjunta dos bancos de desenvolvimento e o mercado de ações pode ser vista considerando-se algumas políticas tomadas no âmbito do BNDE, que redundaram na criação dos sucessivos programas de capitalização à empresa privada nacional (PROCAP I, II, III e, mais recentemente, o PROCAP-Corretoras), e dos sucessivos programas de financiamento ao acionista (FINAC I, II e III). O papel que cada um desses programas vem representando junto ao mercado de capitais reveste-se de importância por sua forma inusitada e seu caráter sinalizador de intenções favoráveis ao mercado acionário, sendo útil, portanto, uma descrição mais detalhada.

Os Programas Especiais de Capitalização à Empresa Privada Nacional — PROCAP — consistem em fundos criados pelo BNDE com recursos das mais variadas fontes, incluindo dotações orçamentárias do Tesouro, com o objetivo de capita-

lizar a empresa privada nacional através da subscrição de ações de empresas. Esses recursos são colocados à disposição dessas empresas por intermédio dos bancos de investimento, e mais recentemente, também através de corretoras, dentro de duas modalidades possíveis: a primeira, que garante recursos aos bancos de investimento para que estes realizem operações como *underwriters*, prestando garantia firme de subscrição às novas emissões de capital; a segunda, que concede recursos na forma de financiamento ao acionista da empresa, tendo o banco de investimento como um repassador desses recursos. Esta forma de atuação tem sido preferida pelos bancos de investimento, deixando em segundo plano as operações de *underwriting* firme.

Estes programas estendem os benefícios do Decreto-Lei nº 1.452, de 1976, concedidos pelos financiamentos do BNDE às empresas privadas nacionais, que consistem em limitar a 20% a correção monetária anual cobrada nesses empréstimos. O PROCAP I, primeiro programa da série, teve início nesse mesmo ano, com o Decreto-Lei nº 1.471, de 15 de junho. Nas operações contratadas por esse programa, para subscrição de ações pelos bancos de investimento, as condições estipuladas fixavam os juros em 5% ao ano para as regiões II e III, e em 4% para a região I¹. Nas operações de financiamento ao acionista, os juros cobrados foram estipulados em 5,5% para a região I, com a exigência de participação com recursos próprios na ordem de 10%, e para as demais regiões, situaram-se em 6,5%, com uma contrapartida mínima de recursos próprios na ordem de 30%.

O segundo Programa de Capitalização criado — PROCAP II — teve início a partir de 1977, com o Decreto-Lei nº 1.531; veio suprimir a exigência de direcionamento dos recursos para setores específicos da economia, além de limitar o financiamento a ser concedido a 50% do valor das ações emitidas, mantendo contudo a exigência mínima de recursos próprios na ordem de 30% para os contratos das regiões II e III. Por fim, acrescentou a exigência de distribuição mínima de 25% do lucro líquido sob a forma de dividendos, para que as empresas tivessem direito a se candidatar aos recursos desse programa.

O terceiro programa de capitalização de empresas foi criado a partir de 1978, tendo como base legal o Decreto-Lei nº 1.621. Com o fito de dar maior flexibilidade aos recursos desse fundo, permitiu aos bancos de investimento subscritores que repassassem a outros bancos de investimentos, sociedades corretoras ou pessoas físicas os recursos do financiamento recebido, a fim de que também pudessem subscrever as ações que estavam sendo emitidas. Nas operações de garantia firme com esses recursos os juros cobrados se elevaram a 8,5%. Nas operações de financiamen-

¹ O BNDE classifica os Estados em que atua, para efeito de concessão de benefícios, em região III, que corresponde ao Estado de São Paulo, região II, abrangendo os Estados de RS, SC, PR, MG e RJ, e região I, que engloba todos os demais Estados, além da região de MG, incluída no polígono das secas.

tos ao acionista os juros passaram para 8% na região I e 9% nas demais regiões, mantendo-se inalteradas as exigências de recursos próprios dos programas anteriores.

Com o propósito ainda de imprimir maior flexibilidade às operações com esses recursos, e atender a um número mais amplo de subscritores, foi instituído o PROCAP-Corretoras, credenciando essas instituições a se habilitarem a linhas de financiamento, com os juros fixados em 7% para o BNDE, e em 9% para o tomador final, desde que respeitadas certas margens determinadas por sua capacidade operacional.

O total de desembolsos efetuados por esses programas no ano de 1978 alcançou a cifra de Cr\$ 1.307,8 milhões, correspondendo a 2% dos desembolsos totais do BNDE nesse ano. Com relação ao mercado de ações, essa cifra se torna bem mais expressiva. Tomando-se a relação entre desembolsos do PROCAP e o valor das ações registradas no Banco Central para oferta pública, esse percentual ascende para 35%. A distribuição setorial e regional desses recursos em termos de operações contratadas pode ser verificada na Tabela 3. Esses dados permitem ressaltar o aspecto da concentração na distribuição desses recursos, onde as regiões mais desenvolvidas são contempladas com 95% dos mesmos. Essa concentração se mantém também do ponto de vista da sua distribuição setorial, onde 26 empresas, num total de 68, foram beneficiadas com 80% desses recursos.

O Programa de Financiamento ao Acionista — FINAC teve início em 1976, tendo sido regulamentado pela Resolução nº 497/76, com base legal no Decreto-Lei nº 1.452 de 30 de março de 1976, vindo também estender os benefícios de 20% de correção monetária ao ano aos acionistas financiados por esses recursos. Esse programa surgiu logo em seguida ao PROCAP, visando atender às pequenas e médias empresas. Pode ser efetuado através das subsidiárias IBRASA, EMBRAMEC e FIBASE, em coordenação com o DEBIN — Departamento de Bancos de Investimento — ou, e principalmente, pelos bancos estaduais e regionais de desenvolvimento, com o propósito de promover a capitalização dessas empresas. Os beneficiários desses recursos são o acionista majoritário ou o quotista da sociedade por quotas, seja pessoa física, seja jurídica. As condições estipuladas em termos de juros são de 8% para a região I e 9% para as demais regiões, atribuindo prioridade a alguns setores tais como insumos e equipamentos básicos, produtos alimentícios, construção naval e aeronáutica e veículos automotores para transporte coletivo.

O segundo Programa de Financiamento ao Acionista foi regulamentado pela Resolução nº 507, tendo como base legal o Decreto-Lei nº 1.531, daquele mesmo ano. As condições estabelecidas quanto a prazos, juros e exigência mínima de participação foram idênticas às do FINAC I. Essa nova linha de financiamento, porém, abandonava a limitação quanto aos setores a serem financiados, passando a condicionar o acesso a esses recursos somente às empresas que distribuíssem 25% do seu lucro líquido sob a forma de dividendos.

TABELA 3 — Operações Aprovadas em 1978 pelo FINAC e PROCAP, por Região e Setor

	Especificação	FINAC				PROCAP			
		Valor Cr\$ 1.000	%	Número de Finan- ciamentos	%	Valor Cr\$ 1.000	%	Número de Finan- ciamentos	%
Região	I	1.905.908	30,0	298	32,0	113.543	4,7	7	10,3
	II	3.161.845	49,0	513	56,0	1.011.124	42,4	30	44,1
	III	1.335.060	21,0	120	13,0	1.260.972	52,8	31	45,6
	Total	6.402.813	100,0	922	100,0	2.385.639	100,0	68	100,0
Setor	Prod. Alimentícios	880.041	14,0	141	15,0	359.924	15,1	10	14,7
	Distribuição	836.488	13,0	172	19,0	—	—	—	—
	Papel e Papelão	553.376	9,0	16	2,0	—	—	—	—
	Min. Não-Metálicos	550.657	9,0	76	8,0	—	—	—	—
	Prest. de Serviços	488.872	8,0	32	3,0	—	—	—	—
	Metalurgia	459.390	7,0	76	8,0	222.413	9,3	3	4,4
	Têxtil	384.862	6,0	42	5,0	—	—	—	—
	Química	368.202	6,0	42	5,0	—	—	—	—
	Madeira	300.496	5,0	35	4,0	—	—	—	—
	Mecânica	250.783	4,0	47	5,0	374.544	15,7	8	11,8
	Bebidas	229.605	4,0	14	2,0	313.600	13,1	1	1,5
	Vestuário	200.496	3,0	48	5,0	—	—	—	—
	Couro	—	—	—	—	350.100	14,7	1	1,5
	Cimento	—	—	—	—	144.050	6,0	2	2,9
	Aviação	—	—	—	—	144.000	6,0	1	1,5
	Quím. e Petroquím.	—	—	—	—	122.750	5,1	4	5,9
	Ap. Domésticos	—	—	—	—	81.572	3,4	1	1,5
	Outros	999.545	16,0	181	20,0	272.686	11,4	37	54,4
Total		6.402.813	100,0	922	100,0	2.385.639	100,0	68	100,0

Fonte: Relatório do BNDE, 1978.

Mantendo inalteradas as condições e reafirmando os princípios estabelecidos nos programas anteriores, o FINAC III teve origem em 1978, com base no Decreto-Lei nº 1.631 de abril desse ano, visando apenas dar continuidade a esse programa.

O total de desembolsos efetuados por esses programas de financiamentos a acionistas atingiu em 1978 a cifra de Cr\$ 5.208 milhões, o que corresponde a uma participação de 8,4% no total de desembolsos efetuados pelo BNDE nesse ano. No aspecto de capitalização de empresas, este programa foi acentuadamente mais im-

portante do que a capitalização de empresas por colocação de ações para oferta pública, tendo alcançado um valor superior em cerca de 40% ao dessa última modalidade.

A distribuição desses recursos (em termos de operações aprovadas no ano de 1978) nos aspectos regional e setorial é apresentada na Tabela 3. Ao contrário dos Programas de Capitalização de empresas, esses programas de financiamento ao acionista se apresentam de forma bem distribuída, tanto sob o aspecto regional quanto sob o aspecto setorial, observando-se que cerca de 31% desses recursos são aplicados na Região I, e 84% dos mesmos são distribuídos entre aproximadamente 71% das empresas beneficiadas.

Por um certo período de tempo, o BNDE contou ainda com o Fundo de Desenvolvimento do Mercado de Capitais — FUMCAP —, constituído por recursos de empréstimos contratados junto à Agência de Desenvolvimento Internacional — AID —, que visava o financiamento através de subscrições efetuadas pelos bancos de investimento. Provavelmente pelo fato de o custo do financiamento ter se tornado elevado, devido à incidência da correção monetária, esse programa não obteve a necessária aceitação por parte das empresas para garantir sua continuidade, tendo sido realizadas apenas três operações de *underwriting*.

Por fim, complementando o painel descritivo dos fundos orientados pelo BNDE, que direta ou indiretamente está vinculado ao mercado de ações, resta mencionar ainda o Fundo de Participação Social, que é constituído por uma pequena parcela de recursos dos Fundos PIS/PASEP, sendo aplicado em compras de ações no mercado. Dado, porém, o comprometimento do BNDE com a remuneração desses fundos a 3% de juros em termos reais, esses recursos são preferencialmente dirigidos aos empréstimos de longo prazo.

3.4. Panorama das empresas no Brasil e a necessidade de atuação complementar entre os bancos de desenvolvimento e o mercado de capitais

Em termos gerais, a principal fonte do financiamento de expansão das empresas é a geração interna de recursos, ou seja, os lucros retidos. Quando esses recursos não são suficientes para as necessidades das empresas, estas podem contar com outras fontes no país: o sistema de bancos de desenvolvimento e o mercado de capitais. O principal problema do mercado de capitais do Brasil, todavia, está na sua subutilização em termos de capitalização de empresas. É bem verdade que no

Brasil, como em outros países, o mercado de capitais destina-se idealmente às empresas grandes, lucrativas e com planos de expansão. Muitas causas, como por exemplo a inflação, podem estar contribuindo para essa subutilização, mas inegavelmente a existência de crédito subsidiado atrai para a esfera de financiamento dos bancos de desenvolvimento empresas que poderiam utilizar o mercado de capitais, devido ao seu porte, lucratividade, organização e administração.

Os dados do Imposto de Renda da pessoa jurídica do exercício de 1976 nos permitem um bom conhecimento de alguns aspectos da nossa estrutura empresarial. Dessas informações, resalta-se como uma característica marcante o aspecto concentrado da produção, da propriedade e da distribuição setorial, conforme pode-se observar nas Tabelas 4, 5 e 6. Com efeito, das 551.531 empresas declarantes do Imposto de Renda em 1976, apenas 1,5% foram responsáveis por 67,7% da receita arrecadada; 38,3% localizavam-se no Estado de São Paulo, enquanto que apenas 14,2% localizavam-se nas regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste; e 53,6% atuavam no setor de comércio varejista, enquanto que somente 17,6% pertenciam à indústria de Transformação.

TABELA 4 — Número de Empresas Declarantes do IRPJ por Classes de Receita Tributária

Classes de Receita Tributária (Cr\$ 1.000)	Nº de Declarantes	Nº de Declarantes %	Receita Tributária %
zero	3.057	0,55	—
0 a 1	906	0,16	—
1 a 5	872	0,16	—
5 a 10	1.672	0,30	—
10 a 25	10.029	1,82	0,01
25 a 50	18.525	3,36	0,04
50 a 100	84.810	15,38	0,34
100 a 250	145.002	26,29	1,29
250 a 500	92.990	16,86	1,79
500 a 1.000	68.906	12,49	2,64
1.000 a 2.500	60.515	10,97	5,15
2.500 a 5.000	28.199	5,11	5,35
5.000 a 10.000	16.385	2,97	6,19
10.000 a 25.000	11.261	2,04	9,46
25.000 a 50.000	4.215	0,76	7,94
50.000 a 100.000	2.210	0,40	8,31
100.000 a 250.000	1.228	0,22	10,05
250.000 a 500.000	423	0,08	7,86
500.000 e mais	326	0,06	33,58
Total	551.531	100,00	100,00

TABELA 5 — Número de Empresas Declarantes do IRPJ por Região

Região	Nº de Declarantes	Nº de Declarantes %
Centro-Oeste	25.523	4,6
Norte	7.649	1,4
Nordeste	45.062	8,2
Sul	119.324	21,6
M. Gerais	142.800	25,9
R. Janeiro		
E. Santo		
S. Paulo		
	211.173	38,3
Total	551.531	100,0

Fonte: Anuário Econômico-Fiscal — 1977 [1].

TABELA 6 — Número de Empresas Declarantes do IRPJ por Setor de Atividade

Setor de Atividade	Nº de Declarantes	Nº de Declarantes %
Agricultura	5.349	1,0
Indústria	96.934	17,6
Serviços	146.209	26,5
Comércio	295.643	53,6
Entidades Financeiras	2.175	0,4
Outros	5.221	0,9
Total	551.531	100,0

Fonte: Anuário Econômico-Fiscal — 1977 [1].

A natureza jurídica dessas empresas mostra que 91,7% das mesmas são empresas individuais e sociedades por quota de responsabilidade limitada, como vemos na Tabela 7. Do total de 540.285 empresas, existiam apenas 741 sociedades anônimas de capital aberto (0,14%) e 19.689 sociedades anônimas de capital fechado (3,64%).

TABELA 7 — Número de Empresas Declarantes do IRPJ em 1976, Segundo a Natureza Jurídica e Classes de Receita Tributária

Natureza Jurídica	Classes de Receita Tributária (Cr\$ 1.000)						Nº Total de Declarantes	%
	0 — 25	25 — 50	50 — 100	100 — 250	250 — 500	500 —		
Empresa Individual (Comérc. e/ou Ind.)	221.542	44	5	2	—	—	221.593	41,0
Sociedade em Nome Coletivo	10.192	66	15	5	—	1	10.279	1,9
Sociedade por Quotas de Respons. Ltda.	271.552	1.742	567	173	46	15	274.095	50,7
S.A. de Capital Fechado	14.947	2.157	1.389	787	245	164	19.689	3,6
S.A. de Capital Aberto	202	58	117	170	92	102	741	0,14
Sociedade de Capital e Indústria	...	...	...	...	...	...	112	0,02
Sociedade em Comandita Simples	...	...	...	...	...	...	88	0,02
Sociedade em Comandita por Ações	...	...	...	...	...	...	23	—
Sociedade Civil (com Fins Lucrativos)	...	...	...	...	...	...	7.019	1,3
Sociedade em Conta de Participação	...	...	...	...	...	...	28	0,01
Sociedade Cooperativa	...	...	...	...	...	...	1.579	0,29
Filial de Empr. Sediada no Exterior	...	...	...	...	...	...	77	0,01
Empresa Pública	...	...	...	...	...	...	62	0,01
Sociedade de Economia Mista	...	...	...	...	...	...	354	0,07
Empresa Individual (Prestação de Serviço)	...	...	...	...	...	...	4.426	0,22
Pessoa Jurídica	...	...	...	...	...	...	120	0,02
Total	531.884	4.214	2.210	1.228	423	326	540.285	

Essa composição muda um pouco quando consideramos as maiores empresas, com receita total acima de Cr\$ 25 milhões em 1975, e que correspondiam a um número de 8.402, responsáveis por 67,7% da arrecadação tributária naquele ano. Desse universo, temos 56% constituídas na forma de sociedades anônimas fechadas, 30% como sociedades limitadas, e apenas 6% como sociedades anônimas de capital aberto.

Constata-se, assim, ser bem reduzido o número de companhias de capital aberto. No entanto, mesmo essas sociedades anônimas abertas procuram recursos no sistema BNDE. Com base em dados preliminares da pesquisa sobre o Endividamento das Empresas Brasileiras [8], em fase de conclusão no IBMEC, abrangendo o período 1976/1977, vemos que existiam 492 empresas não-financeiras registradas nas bolsas de valores. A pesquisa obteve informações sobre 300 dessas empresas, constando que 119 obtiveram financiamentos no Grupo BNDE/FINAME/FINEP, e 68 buscaram financiamentos em bancos estaduais e regionais de desenvolvimento. Em-

bora não tenhamos dados comparáveis para sabermos quantas destas empresas buscaram captar recursos no mercado de capitais, uma ordem de grandeza sobre este fato pode ser encontrado em outra pesquisa do IBMEC, publicada na Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas [9]. Em 1977, das 330 empresas analisadas (sociedades anônimas abertas), 95 captaram recursos via subscrição no mercado acionário. Isso mostra, portanto, que não só o número de companhias abertas é bem reduzido, como também, em termos de captação de recursos, uma parcela maior se dirige aos bancos de desenvolvimento em detrimento do mercado de ações.

4. Atuação Complementar entre os Bancos de Desenvolvimento e o Mercado de Capitais para o Financiamento às Empresas

Já descrevemos anteriormente os diversos canais de relacionamento entre esses dois tipos de instituição no que se refere à captação de recursos e sua aplicação nas empresas. Embora seja importante a formalização e utilização desses canais de relacionamento, também é de vital prioridade que vejamos a questão sob uma ótica mais abrangente: a do funcionamento das atividades produtivas do país e do desenvolvimento econômico e social em geral. Dada a necessidade básica de formação de capital dos países em desenvolvimento, a alocação dos escassos recursos financeiros — e os recursos reais que estes comandam — entre usos alternativos é provavelmente tão importante para o desenvolvimento econômico quanto o próprio valor global da poupança financeira. Tendo em vista essa eficiência alocacional, queremos propor que seja explorada com maior profundidade a possibilidade de complementaridade existente entre os bancos de desenvolvimento e o mercado de ações.

É de certa forma surpreendente que exista atualmente um problema de superposição de instituições provedoras de capital de longo prazo ou de risco às empresas. Durante longos anos o problema no Brasil foi exatamente o da ausência desse tipo de capital, restando às empresas apenas apelar para o capital caro e de curto prazo dos bancos comerciais ou então para o favorecimento governamental. Nem mesmo com a criação do BNDE em 1952 foi resolvido este problema, pois este Banco a princípio financiava grandes projetos de infra-estrutura, principalmente nos setores de transporte e energia elétrica. Posteriormente o Banco passou a apoiar a indústria pesada mecânica e elétrica, os grandes projetos siderúrgicos nacionais e os setores de equipamentos e insumos básicos. Somente nos anos mais recentes — e exatamente quando se efetuam as reformas institucionais no sistema financeiro, com a criação dos bancos de investimento e a implantação de uma nova concepção do mercado de ações, com uma resultante consciência da necessidade de seu fortalecimento — é que o BNDE parte para uma diversificação de sua atuação, transformando-se na principal fonte de recursos para o financiamento de longo prazo das empresas privadas dos vários setores da atividade industrial. Resulta assim que, atualmente, as empresas podem contar com alternativas para suas necessidades de

capital de longo prazo. Do ponto de vista econômico, no entanto, necessita-se encontrar a combinação ótima de apoio, levando-se em conta os custos e benefícios sociais de cada par de combinações possíveis. Este processo, evidentemente, está fortemente associado com o perfil da empresa que busca recursos.

A primeira medida que sugerimos, portanto, é a de que o sistema de bancos de desenvolvimento reparta tarefas com o mercado de ações, induzindo aquelas empresas que tenham os necessários requisitos de porte, lucratividade, organização e administração para a órbita do mercado de ações e bancos de investimento, a fim de que estes segmentos atuem mais efetivamente em prol da capitalização das empresas nacionais.

Logicamente, muitas questões estão envolvidas nessa matéria. Em primeiro lugar, mesmo que o sistema de bancos de desenvolvimento esmoreça seu apoio a empresas "maduras", isso não implica necessariamente que estas venham a procurar o mercado de ações. Poderiam por exemplo buscar recursos em outras fontes de crédito subsidiado do sistema financeiro ou então voltar-se para o exterior.

Em segundo lugar, à medida que as empresas melhores forem se deslocando do sistema de bancos de desenvolvimento para o mercado de ações pode-se esperar de início que os primeiros sofrerão em termos do seu desempenho financeiro e segurança de gestão.

Finalmente, em terceiro lugar, um maior aproveitamento das oportunidades complementares de atuação pode trazer como resultado um uso mais eficiente dos escassos recursos de poupança da sociedade, a fim de se obter um melhor aproveitamento das potencialidades produtivas da economia.

Essas questões merecem algumas considerações específicas. Quanto à primeira colocação, cremos que, dada as vantagens econômicas e sociais do mercado de ações para o país, seria de bom alvitre que houvesse uma firme reorientação do sistema financeiro nacional na direção de um apoio mais firme ao sistema produtivo do país. Em vista da importância do Estado nas várias dimensões do funcionamento do sistema financeiro, não seria muito problemático traçar essa estratégia global, e no bojo dessas medidas fortalecer o papel do mercado de ações. Assim, o complexo sistema de crédito subsidiado às empresas teria de ser revisto para que, eliminadas as distorções e contradições que foram se acumulando ao longo dos anos, pudesse finalmente ser avaliado em termos dos objetivos iniciais a que se propunha. Essa atuação harmônica do sistema financeiro e da política econômica em geral teria como meta final o apoio à expansão do capital físico, com um sistema de estímulos para o mercado de capitais e desestímulos para fontes alternativas, de tal modo que, para muitas empresas em condições, o caminho natural fosse o mercado de ações. Nesse sentido, procurar-se-ia privilegiar gradativamente as empresas privadas nacionais abertas registradas em bolsas de valores [7].

Quanto à segunda questão, é fato conhecido o conflito existente entre os objetivos sociais dos bancos em suas aplicações e a gestão bancária de recursos. Esse é um conflito vivido por praticamente todos os bancos de desenvolvimento, pois se de um lado têm de promover e capitalizar empresas socialmente importantes do ponto de vista do desenvolvimento, de outro, têm de se ater a certos requisitos bancários mínimos de rentabilidade, risco e liquidez quanto à aplicação de seus recursos. Esse conflito constitui um permanente desafio à capacidade de planejamento dos bancos de desenvolvimento, embora muito progresso em termos de novos mecanismos e instrumentos financeiros tenha sido feito para superá-lo ou, pelo menos, minorá-lo. Cabe ainda assinalar que esse conflito é mais sentido na prática do ponto de vista do gestor ou responsável pelos bancos. Com efeito, ao avaliar qualquer proposta de financiamento, esse gestor se depara frequentemente com situações em que tem de escolher entre financiar a expansão de empresas existentes ou financiar o estabelecimento de novas empresas. Fornecer recursos para a melhoria e expansão de firmas já existentes provavelmente é um investimento de menor risco para o banco, porém pode contribuir menos para o desenvolvimento econômico. Entretanto, como do ponto de vista do administrador o curto prazo é o que importa, geralmente vai preferir clientes que ofereçam boa segurança, risco mínimo e uma razoável expectativa de retorno. O sucesso no longo prazo para o país, no entanto, pode estar exatamente com novas empresas, de menor porte, e risco maior, porém de grande retorno social. O que precisa ser ressaltado aqui é que esse conflito, existente em tese, tem seus contornos definidos somente quando analisado em situações concretas. No caso do Brasil, o sistema de bancos de desenvolvimento é controlado e de propriedade total ou majoritária do setor público. Pode, então, ter maiores graus de liberdade em seus critérios de financiamento. Um complicador, entretanto, tem sido sua crescente dependência de recursos dos Fundos PIS/PASEP, aos quais tem que remunerar com juros e correção monetária do principal. Dentro de uma estratégia de reformulação, entretanto, esse complicador poderia ser resolvido com maiores transferências a fundo perdido por parte do governo federal para o sistema, justificadas por seu papel social.

Por fim, quanto ao aspecto referente ao uso mais eficiente da poupança nacional, se o banco de desenvolvimento evitar atrair para sua órbita empresas que, por seu porte, organização, administração e lucratividade, poderiam utilizar o mercado de ações, poderá haver um redirecionamento da poupança financeira, de fins especulativos para usos mais produtivos. Desse modo, os bancos de desenvolvimento poderão se concentrar mais em sua tarefa precípua.

Apesar de o desenvolvimento industrial no Brasil do pós-guerra ter sido acelerado, o que se observa é a sua distribuição desigual em termos territoriais: concentra-se em grande parte no Sul do país, no eixo São Paulo-Rio de Janeiro, vindo a provocar um grande aumento nas disparidades regionais de renda e riqueza do país, além de resultar numa estrutura industrial dual, com os setores mais modernos

e lucrativos localizados na região mais desenvolvida. Esse processo em grande parte tem sido induzido pelo próprio governo, se levarmos em conta que a participação governamental no processo de financiamento industrial é muito grande, com a existência de diversos instrumentos de subsídios creditícios, cambiais, fiscais e de localização industrial. O resultado líquido dessa política de subsídios tende a beneficiar mais o fator capital do que o trabalho, mais as grandes do que as médias e pequenas empresas e mais as regiões mais desenvolvidas do que as menos desenvolvidas [6].

Por outro lado, as prioridades de desenvolvimento industrial no Brasil têm sido mais setoriais do que regionais. Assim, os esforços têm perseguido muito mais a meta de se completar as últimas etapas de um processo de substituição de importações, através da implantação de uma indústria de bens de capital e de insumos básicos, do que a de se buscar uma atenuação dos desequilíbrios regionais, principalmente no que se refere ao Nordeste.

De um modo geral, o sistema de bancos de desenvolvimento não conseguiu reverter a concretização dessas tendências. No entanto, os aspectos sociais do desenvolvimento têm recebido atualmente crescente atenção na definição de objetivos de política econômica. Dadas as dimensões continentais e populacionais do país, existe a possibilidade de se implementar uma estratégia criativa de desenvolvimento industrial, desde que dirigida ao estímulo de um melhor aproveitamento das vantagens comparativas das diversas regiões, de seu potencial de possíveis empresários, das oportunidades de comércio exterior, e das possibilidades alternativas de novas fontes energéticas para superar nossa dependência da importação de petróleo. Isso provavelmente vai implicar maiores necessidades de financiamento dos bancos de desenvolvimento às pequenas e médias empresas com maior dispersão regional, devendo ser essa, talvez, a principal tarefa dos bancos de desenvolvimento para os próximos anos.

5. Atuação Complementar entre os Bancos de Desenvolvimento e o Mercado de Ações para a Abertura de Capital das Empresas e uma Repartição Potencialmente Maior da Propriedade Industrial

Ao se julgar os benefícios sociais da existência de um mercado organizado de ações, costuma-se realçar, além de seu papel na capitalização das empresas, o seu papel social, pois pode contribuir para facilitar uma melhor distribuição da renda e da riqueza e uma maior diluição do poder econômico na sociedade.

Um país de produção predominantemente agrícola caracteriza-se por repartir a maior parte de sua renda gerada entre os insumos trabalho e terra. Nessas sociedades, portanto, a maior parte da riqueza se concentra na propriedade fundiária. Através dos séculos foram se aperfeiçoando os instrumentos jurídicos que regulam esses direitos de propriedade de tal modo que, atualmente, a repartição vo-

luntária da propriedade da terra pode ser feita com custos de transação já minimizados por esse processo de aperfeiçoamento institucional.

Quando uma sociedade está se transformando rapidamente, com uma proporção crescente de sua renda sendo gerada nos setores industrial e terciário moderno, obviamente também se modifica o padrão de formas de riqueza. A propriedade agrícola perde importância relativa em detrimento principalmente das propriedades industrial e terciária moderna. Traduzindo-se em termos de empresas, observa-se que há uma tendência de concentração da riqueza e do poder econômico em mãos de um reduzido grupo privado, dado que uma das dimensões do crescimento industrial é a emergência de empresas de grande porte e poder, e a formação de oligopólios nos setores industriais. É pertinente, nesse contexto, indagar se essa propriedade de valores pode ser transferida e repartida com facilidade. Em termos institucionais, a divisão do capital da empresa em ações negociáveis possibilita transferir ao menor custo de transações os direitos de propriedade, permitindo que, potencialmente, inúmeros indivíduos e instituições as possuam e controlem essa empresa. Assim, do mesmo modo que a legislação fundiária culminou em um processo institucional de minimização dos custos de transação de transferência de direitos de propriedade, em termos de empresas industriais e terciárias modernas a instituição de ações tem papel similar. Essa possibilidade de repartição de propriedade se justifica tanto em termos de eficiência, pois agiliza e dá maior flexibilidade às empresas, quanto em termos sociais, uma vez que permite a existência de um maior número de participantes em sua propriedade (seja o grande público, trabalhadores, investidores institucionais, seja os programas sociais de repartição da renda e da riqueza).

No Brasil, onde esse processo de industrialização foi grandemente fomentado pelo próprio governo, seria um contrasenso se não houvesse uma grande preocupação com a distribuição da renda, riqueza e poder associados com a industrialização. Afinal, esses são objetivos de qualquer sociedade que se oriente por critérios éticos de justiça, e seria absurdo se, ao se almejar formar uma nação moderna e industrializada, utilizando para isso a estratégia de transferir recursos sociais para desenvolver as diversas atividades econômicas que constituam pontos de estrangulamento no país, não se venha obter resultados que atendam a esses postulados de justiça social.

A abertura do capital das empresas é vista inclusive nesses termos pelas autoridades governamentais. Por exemplo, na Exposição de Motivos encaminhada ao Presidente da República pelos Ministros da Secretaria do Planejamento, e dos Ministérios da Indústria e Comércio e da Fazenda, em 6 de maio de 1974, submetendo à sua consideração as diretrizes gerais para a criação da IBRASA, indicou-se que a mesma seria um mecanismo operacional com a possibilidade de, a um só tempo, facilitar a intensificação do desenvolvimento industrial brasileiro, fortalecendo a posição da empresa nacional, e contribuir efetivamente para a abertura e dinami-

zação do mercado de ações do país. A exposição diagnosticava, naquela época, que havia uma insuficiente abertura do mercado de ações do país, a não ser para as grandes empresas, já afeitas à venda de ações como um veículo regular da captação das poupanças disponíveis. Mencionava ainda a existência de um conjunto de condições que dificultavam a abertura e democratização do capital, inibindo as empresas a dar mais amplo desempenho à sua missão empresarial e social. Além disso, visualizava o papel da IBRASA nos seguintes termos:

“Urge, portanto, que o setor privado venha a dispor de um mecanismo atuante e ágil no mercado de capitais brasileiro, capaz de carrear poupanças disponíveis para a capitalização das empresas industriais nacionais, notadamente as médias e aquelas que, de qualquer porte, se destacam como empresas líderes setoriais e regionais.”

Como vimos anteriormente, o número de companhias abertas é muito reduzido no plantel das empresas brasileiras. Ademais, mesmo entre essas o controle acionário ainda é muito concentrado nos grupos majoritários, não se verificando a tendência internacional de dispersão nas ações votantes.

Creemos, pois, que a filosofia a permear a Exposição de Motivos da IBRASA, no que tange a um acentuado estímulo à democratização do capital, deva ser estendida aos bancos de desenvolvimento dentro de uma estratégia gradualista e de longo prazo, objetivando um substancial aumento de empresas de capital aberto com ações registradas em bolsa. Essa estratégia poderia ser adotada pelo sistema de bancos de desenvolvimento de duas maneiras. Em primeiro lugar, ao concentrar seu apoio às empresas que não pudessem captar recursos no mercado de ações, estaria estimulando a abertura de capitais e registro em bolsa de várias empresas, desde que corrigidas certas distorções que favorecem o endividamento em detrimento da captação de recursos por ações. Em segundo lugar, as empresas de médio porte emergentes e com bom potencial, porém ainda não competitivas em termos de captação de recursos no mercado de ações, poderiam ser estimuladas pelos bancos a abrirem seu capital como contrapartida aos empréstimos para expansão do capital. Isso seria socialmente justificável, dado que não só recursos públicos estão sendo canalizados para a expansão da empresa, como também há uma previsão de um bom desempenho no médio prazo.

Finalmente, o estímulo a uma ampla dispersão da propriedade de valores mobiliários no setor industrial e terciário moderno pode ser um fator de indução para aumentar o fluxo de poupança da sociedade devido às novas possibilidades de aplicação e também de reorientação, convertendo a aplicação de parte da poupança existente, de usos menos produtivos (como, por exemplo, a especulação imobiliária) para usos mais produtivos nesses setores modernos da economia. Outras consequências seriam uma maior descentralização regional da propriedade, um maior

apoio ao setor privado, e a atenuação da concentração excessiva de poder nas mãos do Estado ou de estrangeiros.

BIBLIOGRAFIA

- 1 ANUÁRIO ECONÔMICO-FISCAL 1977. Brasília, Centro de Informações Econômico-Fiscais.
- 2 BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Possíveis novos sistemas para a captação de recursos do BNDE no mercado acionário. *Revista Bancária Brasileira*, Rio de Janeiro, n. 564, dez. 1979. pp. 51-59.
- 3 BOSKEY, Shirley. *Problems and practices of development banks*. Baltimore, The J. Hopkins, 1959.
- 4 GUSTAFSON, Douglas. Como promover la ampliación de la propiedad de valores de sociedades privadas en los países de bajos ingresos. In: DIAMOND, William ed. *Las compañías financieras de desarrollo, algunos aspectos de su política y de sus actividades*. Madrid, Tecnos, 1969.
- 5 KANE, Joseph A. *Development banking: an economic appraisal*. Lexington, Mass., Lexington Books, 1975.
- 6 MELLO, Pedro Carvalho de. Mercado de capitais e desenvolvimento econômico. In: INTRODUÇÃO AO MERCADO DE CAPITALIS. Rio de Janeiro, IBMEC, 1979. pp. 23-36.
- 7 MENDONÇA NETTO, Horacio. Commercial paper enquanto promotor de um maior grau de interação entre o sistema financeiro e o setor produtivo. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 5, n. 13, pp. 101-7, jan./abr. 1979.
- 8 NESS, JR., Walter Lee. *Endividamento das empresas brasileiras*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1979. [versão preliminar]
- 9 NESS, JR., Walter Lee & SILVA, Rosanne H. Rebelo da. Análise conjuntural financeira das companhias abertas. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 5, n. 14, maio/ago. 1979. Suplemento nº 5.

Informação selecionada com a garantia da Fundação Getulio Vargas:



10.901 leitores (*)



3.435 leitores (*)



13.851 leitores (*)

SEÇÃO ESPECIAL

Para maiores informações,
escreva para Fundação Getulio
Vargas/Editora, Gerência de
Promoção e Publicidade,
Caixa Postal 9.052, CEP 20.000,
Rio de Janeiro, RJ.

(*) fonte: IVC - 4º trimestre 1978

Conseqüências da Existência de Instituições Financeiras Exercendo Atividades no Mercado de Valores Mobiliários*

Pretendemos neste artigo tecer algumas considerações sobre as conseqüências da existência de instituições financeiras exercendo atividades no mercado de valores mobiliários.

Assunto dos mais polêmicos, vem sendo objeto de debate em vários países, quando se discute a estrutura de um sistema de intermediação para o mercado de valores mobiliários. Sendo este mercado um mecanismo de transferência de poupanças, sua tarefa é a de realizar tal alocação com a maior eficiência, ou seja, realizar aplicações de maior rentabilidade a custos operacionais mínimos.

Cabe, então, analisar que estrutura de sistema de intermediação de valores mobiliários pode cumprir esta missão a contento. As variáveis que influenciam o tipo de estrutura mais adequada são inúmeras, não se podendo dizer que a experiência de um país pode ser integralmente reproduzida em outro. Se considerarmos, no entanto, as estruturas possíveis para o sistema de intermediação, tendo em vista o exercício de atividades típicas do mercado de valores mobiliários com as de fornecimento de crédito, vemos que existem três possibilidades de sistemas alternativos, em função do exercício simultâneo ou não destas atividades: segregação total, segregação parcial ou sistema de banco universal.

A Comissão de Valores Mobiliários brasileira desde a sua instalação reconheceu a importância desta matéria, dando prioridade à realização de um estudo profundo e abrangente sobre a estrutura do sistema de intermediação e a sua evolução no mercado de capitais brasileiro.

* Este artigo foi elaborado pela Comissão de Valores Mobiliários e apresentado na V Conferência Interamericana de Comissões de Valores e Órgãos Similares.

Os resultados deste estudo são apresentados neste artigo, no qual nos atemos principalmente a dois aspectos: o conflito de interesses e o poder de mercado decorrentes da atuação de instituições financeiras no mercado de valores mobiliários, avaliando a influência destes fenômenos na eficiência do mercado.

É sabido que existem várias alternativas para solucionar os casos em que, configuradas as situações acima, as instituições abusem de sua posição para gerar ineficiências no mercado. A adoção de soluções específicas levar-nos-á a um dos tipos de estrutura de intermediação anteriormente mencionados. Nossa exposição não entrará no mérito de nenhuma solução específica, pois, conforme já indicado, estas devem ser propostas levando em conta as características do mercado de valores mobiliários de cada país.

Neste artigo abordaremos algumas das principais circunstâncias em que as instituições financeiras, ao exercerem atividades próprias ao mercado de valores mobiliários, podem incorrer, pondo em risco o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários.

No que diz respeito ao conflito de interesses, os estudos indicaram as seguintes situações em que este se destaca na primeira situação, observa-se o conflito entre as atividades de fornecimento de crédito e as de consultoria de investimentos. A principal tarefa do consultor é a de procurar as aplicações mais rentáveis para seus clientes, dentro dos níveis de risco apropriados a cada investimento. Uma categoria de ativos financeiros que disputam a poupança disponível é a dos certificados emitidos pelas próprias instituições financeiras. Pode ser difícil não recomendar a um cliente o título de emissão da instituição financeira que ao mesmo tempo está oferecendo a consultoria. Além disso, configura-se uma situação de conflito quando a instituição possui informações confidenciais, fruto da sua condição de fornecedora de crédito a seu cliente e que faça uso das mesmas para operações no mercado de valores mobiliários. Tanto pode ela dar ao mesmo vantagens operacionais por possuir estas informações, como pode induzi-lo a aplicar em empresas que não se adequam às suas necessidades de investimento, mas que interessam à instituição.

O exercício da atividade de administração de carteiras pelas instituições financeiras consiste em uma segunda situação na qual o conflito de interesses se destaca. Aqui temos presente também todos os conflitos descritos anteriormente, pois a atividade de administração de carteiras inclui muitas vezes a consultoria. Referimo-nos agora aos conflitos que surgem do poder discricionário da instituição, ao gerir os recursos entregues para sua administração. Neste caso, a instituição pode adquirir para as carteiras administradas os valores mobiliários de empresas que lhe dêem reciprocidade na área de crédito. Podem ainda usar o potencial de geração de comissões, por compra e venda de valores mobiliários destas carteiras, para exigir reciprocidade das firmas intermediadoras. Por último, poderiam elas serem tentadas

a usar o poder de voto que têm, por possuírem ações ordinárias nas carteiras administradas e influenciar a administração de companhias que são mutuárias na área de crédito.

As situações de conflito de interesses descritas acima ocorrem porque, apesar de existir uma grande dose de complementaridade entre o mercado financeiro e o mercado de valores mobiliários, estes dois são, em muitos aspectos, concorrentes, na medida em que, recorrendo para a captação da mesma poupança financeira, as instituições financeiras e os intermediários de valores mobiliários procuram os mesmos clientes.

Quando se combinam as duas funções na mesma instituição, o interesse no bom desempenho e na solvência dos mutuários para a área de crédito muitas vezes se choca com os interesses dos clientes na área de valores mobiliários.

Já o poder de mercado, que existe quando as instituições financeiras operam em algumas atividades do mercado de valores mobiliários, preocupa-nos principalmente pelos reflexos que abusos eventuais têm na eficiência deste mercado. Competição vigorosa é um elemento vital na criação de uma indústria eficiente, qualquer que seja o setor da economia. O poder de mercado é, quando abusado, um mecanismo anticompetitivo e gerador de ineficiências.

As instituições financeiras, pelas suas próprias características e importância no cenário econômico, têm alguns privilégios especiais que lhes concedem grande vantagem competitiva no mercado de valores mobiliários, caso sejam eles usados para alterar o *pricing* dos serviços neste mercado. Identificamos as seguintes vantagens principais destas instituições:

- a) Natureza da regulação — Operando com níveis de exigibilidade à vista — os depósitos — muitas vezes superiores ao disponível, as instituições financeiras são objeto de regulação especial, por parte do Governo. O enfoque principal da regulação para estas instituições é a estabilidade financeira. Linhas de crédito estão disponíveis, nos casos em que haja qualquer necessidade, destinadas a prover uma permanente liquidez. As autoridades evitam a liquidação de instituições em dificuldades, pelo reflexo que teria nos investidores e as conseqüentes repercussões negativas sobre o fornecimento de crédito na economia.

Este enfoque de estabilidade permite às instituições financeiras uma vantagem comparativa, em termos de custo de capital, que poderia distorcer a competitividade no mercado de valores mobiliários, pois as linhas de crédito muitas vezes são concedidas a custos inferiores aos prevalecentes no

mercado. A imagem de solidez firmada junto ao público permite que estas instituições emitam valores — ações e certificados — a custos vantajosos em relação às demais firmas.

b) A prática de Governos utilizarem as instituições financeiras como mecanismo de fomento, usando sua capacidade de penetração geográfica para fazer com que recursos subsidiados alcancem os tomadores, concede a estas firmas um potencial relevante de redução global do custo de capital, pela mixagem desta oferta especial com as necessidades normais do cliente beneficiado.

c) Com fornecedoras quase exclusivas de crédito, as instituições financeiras têm poder de usar tal situação para induzir à colocação de outros serviços por elas fornecidos com base em reciprocidade e não pela qualidade ou custo competitivos dos serviços prestados. Tal situação, quando estendida ao mercado de valores mobiliários, é altamente prejudicial ao seu desenvolvimento e à economia como um todo.

Mais grave ainda é a atitude daqueles que, pela perspectiva de manutenção de uma fonte permanente de crédito, realizam espontaneamente com a instituição financeira de que são clientes todas as demais operações, sem considerar as vantagens comparativas das ofertas concorrentes de mercado, permanecendo numa "lealdade por dependência", numa relação em que há o reconhecimento implícito do poder natural daquela instituição sobre a oferta de recursos financeiros — fator vital à sua sobrevivência. Neste caso, há que se notar, não há abuso por parte da instituição financeira, mas uma submissão espontânea daqueles que dela se acerbam nestas condições.

É claro que os casos de conflito de interesses e poder de mercado que descrevemos não representam, por si só, uma ineficiência no mercado de valores mobiliários. Para que tal ocorresse, era necessário que as instituições naquelas situações abusassem de sua posição privilegiada. É preciso, portanto, avaliar que tipo de controle é mais propício para cada uma das situações descritas. A escolha de uma solução específica para cada caso de conflito e de poder de mercado implicará uma determinada estrutura do sistema de intermediação de valores mobiliários, no que se refere ao exercício das atividades pelas instituições financeiras. Assim, o conflito de interesses pode ser controlado ou pela proibição de que as atividades do mercado de valores mobiliários sejam exercidas por instituições financeiras, pela elaboração de normas de conduta para as instituições financeiras que exerçam quaisquer atividades no mercado de valores mobiliários ou pela exigência de *disclosure* ao cliente nos casos em que existam situações de conflito. Quanto ao abuso de poder de mercado, no entanto, as soluções clássicas são a proibição de que as atividades do mercado de

valores mobiliários sejam exercidas pelas instituições financeiras, a regulação do *pricing* dos serviços ofertados pelas instituições financeiras com atividades no mercado de valores mobiliários e a regulação impondo a departamentalização, conduzida com independência e autonomia em relação à instituição financeira.

As soluções apontadas não resolvem, contudo, outros tópicos polêmicos em relação à participação de instituições financeiras no mercado de valores mobiliários. Consideramos conveniente apresentar os argumentos favoráveis e contrários — além dos já descritos — a que instituições financeiras operem neste segmento de mercado.

Os que defendem este tipo de envolvimento apresentam, como principal argumento, o reconhecimento do potencial das instituições financeiras, representado pela experiência, pela disponibilidade de recursos financeiros e humanos e pela sua organização. Em um mercado em desenvolvimento, a exclusão de tais instituições poderia impor um custo desnecessário à comunidade, na medida em que novas firmas intermediárias teriam que ser constituídas para suprir o mercado das atividades que se fizessem necessárias, podendo ainda induzir ao aparecimento de instituições em número superior ao que a demanda por serviços exigiria.

Outra argumentação importante refere-se às vantagens da economia de escala, proveniente da acumulação de atividades. Estas vantagens existiriam independentemente da forma de organização das firmas, isto é, prevaleceriam tanto para uma única instituição com diversos departamentos, como para instituições especializadas, pertencendo a um mesmo grupo econômico formando um conglomerado financeiro — geralmente liderados por um banco comercial. Como exemplo da diluição de certos custos operacionais, citam-se os serviços de pesquisas econômicas e análise de empresas, publicidade e organização e métodos, utilização em comum de serviços básicos de contabilidade, tesouraria, administração de pessoal, material, etc. Com a redução de custos, admitir-se-ia uma oferta de serviços em melhores condições aos usuários, aumentando-se a remuneração ao investidor e reduzindo-se o custo de transferência de poupança para as empresas.

Outro argumento prende-se à capacitação técnica das instituições financeiras. A "proximidade" das empresas industriais e comerciais — em função das operações de financiamento — refletir-se-ia favoravelmente no desempenho da atividade de distribuição, principalmente na operação de *underwriting*. Esta vantagem cresceria de importância com relação à atração de pequenas e médias empresas para o mercado, pois as instituições financeiras com penetração geográfica estariam em condições de descobrir e avaliar o melhor momento para a abertura de capital das empresas suas clientes.

A elevada capitalização das instituições financeiras também é apontada como um aspecto importante, já que o exercício da atividade de distribuição por conta própria exigiria que o intermediário tivesse capacidade de "bancar" as operações. A possibilidade de comprometer capital, argumenta-se, viabilizaria a capitalização de um maior número de empresas.

Estes são os argumentos favoráveis de maior importância. Existem outros, como a elevada capilaridade representada pela penetração da rede de agências bancárias, a economia de escala na administração de recursos, e a subsidiação das atividades no mercado de valores mobiliários pelo retorno obtido por estas instituições nas operações da área de crédito, obtendo o desenvolvimento daquele mercado com menores custos para seus usuários.

Por outro lado, os que são contrários ao envolvimento de instituições financeiras no mercado de valores mobiliários colocam em dúvida a validade prática das vantagens apontadas e questionam se os possíveis benefícios superariam os custos advindos das situações de conflitos de interesse e de concentração do poder econômico criados por esse envolvimento. Primeiramente, destacam que, embora operem no mesmo mercado financeiro, a natureza das atividades de instituições financeiras e firmas intermediárias especializadas no mercado de valores mobiliários é bastante diversa. Conseqüentemente, as economias de escala não seriam tão evidentes.

Indo além, argumentam que a potencial capilaridade proporcionada pela rede bancária também poderia ser ilusória, consideradas as outras configurações possíveis para a estrutura do sistema de intermediação. Um grande número de pequenas firmas especializadas e independentes, operando com um eficiente sistema de comunicações produziria os mesmos efeitos de capilaridade ressaltados para a rede bancária.

Com relação à subsidiação de atividades, os argumentos contrários prendem-se ao fato de que tal procedimento prejudicaria a eficiência do mercado de valores, pois afetaria a capacidade de competição das firmas independentes, que pudessem executar a atividade. É o abuso do poder de mercado já abordado.

Descritos os principais aspectos conceituais relativos às conseqüências da existência de instituições financeiras exercendo atividades no mercado de valores mobiliários, passemos a uma breve análise da experiência brasileira. Para melhor compreensão começaremos por referir-nos às características da evolução da economia brasileira nos últimos anos.

Em 1964, instalou-se no Brasil uma nova diretriz governamental. Passava o país naquela ocasião, por um intenso processo inflacionário e baixas taxas de crescimento econômico. Nestas condições, reduziu-se a importância econômica da inter-

mediação financeira com o desaparecimento das operações de médio a longo prazos. Os investidores preferiam as aplicações a curto prazo, com elevada liquidez, com preferência em títulos de renda fixa.

O Sistema de Intermediação restringia-se, basicamente, aos bancos comerciais, algumas firmas de financiamento e investimento e aos Corretores de Fundos Públicos, membros das Bolsas de Valores. As operações de médio e longo prazos eram geralmente realizadas pelos órgãos de governo, BNDE e Banco do Brasil.

Uma das preocupações básicas do Governo que se instalava em 1964 era implementar uma política de desenvolvimento econômico, a qual, entre outros fatores, exigia um forte sistema financeiro.

Foi promulgada a Lei da Reforma Bancária, seguida da Lei de Mercado de Capitais e, naquela época, era incipiente o mercado de ações e debêntures no país. O primeiro ato legal veio definir a estrutura institucional e regulatória do mercado financeiro, formulando a sua organização, enquanto que o outro demarcou as linhas gerais para o desenvolvimento do mercado de capitais, estimulando as aplicações de médio a longo prazos. Medidas adicionais de cunho fiscal viriam incentivar a formação de poupanças de médio e longo prazos.

Sendo a Lei de Mercado de Capitais o diploma básico sobre o qual se estruturou o mercado brasileiro, caberia tecer algumas considerações sobre suas características, as quais poderiam influir na evolução do sistema de intermediação de valores mobiliários.

Em primeiro lugar, a lei definiu o sistema de distribuição, composto pelas Bolsas de Valores, sociedades corretoras, sociedades e empresas que tivessem por objeto a distribuição de valores mobiliários, sociedades e empresas que tivessem por objeto a subscrição de valores mobiliários para posterior revenda, e instituições financeiras autorizadas a operar no mercado de capitais. Apenas empresas pertencentes ao sistema de distribuição podiam introduzir emissões de valores mobiliários no mercado, cujo registro no órgão regulador tornou-se obrigatório. Note-se que a lei já deixou claro que instituições financeiras poderiam exercer atividades no mercado de valores mobiliários, desde que fossem especificamente a isto autorizadas.

Em segundo lugar, a lei tratou da intermediação secundária de valores mobiliários. Em relação à intermediação nas Bolsas de Valores, a lei restringiu o exercício desta atividade às sociedades corretoras. Para estes intermediários, entende-se que a

lei procurou propiciar um certo grau de independência pela formulação da exigência de que os administradores de sociedades corretoras detivessem pelo menos 50% do capital votante. Entretanto, por motivos diversos, nem sempre o preceito legal manteve-se intacto e artifícios foram aplicados, resultando no fato de que o grau de autonomia e independência na condução destas sociedades não foi geral.

A terceira característica da lei, que nos interessa, foi a criação de um novo tipo de intermediário — o Banco de Investimento. Seriam instituições altamente capitalizadas, voltadas para as operações de médio a longo prazos, operando tanto na área de crédito quanto na de valores mobiliários, exceto na execução das operações em Bolsas de Valores.

As três características acima apontadas revelam que o diploma legal, que primeiro tratou do mercado de capitais brasileiro, não se caracterizou pela exigência de segregação da atividade de crédito das que são próprias do mercado de valores mobiliários. Apenas no caso das sociedades corretoras é que se limitou indiretamente a participação de instituições financeiras pela exigência de controle do capital pelos administradores. Vemos, portanto, que a eventual segregação de atividades só poderia ocorrer se a regulação posterior das atividades estivesse voltada para este objetivo.

Tal fato não ocorreu. A lei de mercado de capitais fixou os parâmetros básicos do sistema de valores mobiliários, deixando para posterior regulamentação os aspectos específicos. A regulação, nestes termos, pode ter o poder de definir estruturas alternativas, na medida em que a lei maior a ser regulamentada não revela claramente as linhas básicas que deveriam nortear esta tarefa.

O fato de a lei de mercado de capitais não ter optado por uma orientação explícita de segregação do sistema de crédito do mercado de valores mobiliários apenas revela que o legislador na época foi bastante prudente. O objetivo maior da lei era o de assegurar as condições básicas para o desenvolvimento de um mercado de capitais, praticamente inexistente àquela época. Tratar de estrutura quando não existe o básico seria, sem dúvida, uma inversão de prioridades.

Assim, o poder regulatório poderia avaliar posteriormente quais as soluções que seriam recomendáveis a cada caso específico, à medida que o mercado se desenvolvesse, e adotar a medida extrema quando ficasse comprovado que o potencial de abuso só seria coibido pela segregação das atividades. Não se poderia admitir que altos custos de implantação de um sistema ficassem maiores pela necessidade de se desprezar um investimento já realizado, e representado pela experiência e capital já alocado nas instituições financeiras.

O que ocorreu no Brasil, no entanto, é que a atividade regulatória se voltou muito mais para a regulação dos intermediários que operavam no mercado do que para as atividades que iriam exercer. Assim, toda problemática decorrente da existência de situações de conflitos de interesse e de poder de mercado, surgidas devido ao exercício de atividades no mercado de valores mobiliários pelas instituições financeiras, ficou ofuscada e relegada a plano inferior, ante a necessidade de se regular as próprias instituições como um todo. A própria natureza da regulação de instituição financeira fez com que fossem ponderadas algumas variáveis que nem sempre aparecem como relevantes para que uma atividade específica do mercado de valores mobiliários seja conduzida eficientemente, deixando por vezes de dar mais importância a outras que efetivamente são cruciais.

O quadro, portanto, resume-se no seguinte: a lei que criou o mercado de capitais no Brasil voltava-se mais para que existissem as condições propícias ao seu surgimento; para tanto, a lei não impôs nenhuma estrutura de sistema de intermediação prefixada; a regulação do mercado concentrava-se mais nas instituições do que nas atividades, sendo que o enfoque usado nesta tarefa nem sempre era adequado às necessidades do mercado de valores mobiliários.

Como decorrência desta postura da Lei de Mercado de Capitais e conseqüentes regulamentações, o Sistema de Intermediação brasileiro, que para o caso particular do mercado de capitais foi denominado de Sistema de Distribuição ficou composto dos seguintes intermediários: os Bancos de Investimento, as Sociedades Corretoras, as Sociedades Distribuidoras exercendo atividades mais ou menos comum, com poucas exceções, os agentes autônomos de investimento, que são profissionais de venda sem vínculo empregatício operando por credenciamento de uma firma intermediária, e as Bolsas de Valores. Entretanto aos bancos comerciais é permitido o controle acionário destas firmas intermediárias, formando os denominados conglomerados financeiros, com as características de um verdadeiro banco universal em que os departamentos são representados por pessoas jurídicas diferentes.

Recentemente, em 1976, pela promulgação da lei que criou a Comissão de Valores Mobiliários foi atribuído a este órgão regulador a definição das condições para exercício de atividades no mercado de valores mobiliários. Tal posição considerada à luz da atual realidade em que intermediários exercem múltiplas atividades, inclusive em mercados distintos como de crédito e de valores mobiliários, deve naturalmente levar à revisão das situações de conflitos de interesse e poder de mercado, exigindo os mecanismos de regulação mais adequados a cada caso, de modo a garantir o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários sem graves conseqüências para o sistema de intermediação já estruturado.

Uma análise da situação atual do sistema de intermediação brasileiro nos leva as seguintes demonstrações, em que vamos procurar reduzir ao mínimo as es-

tatísticas para facilidade de exposição: O sistema financeiro brasileiro nos últimos 15 anos experimentou um notável desenvolvimento com a conseqüente expansão das atividades de intermediação. Os ativos financeiros cresceram no período de 21% para 45% do PNB.

A estrutura organizacional caracterizou-se por uma inquestionável concentração, tanto em termos de poupanças canalizadas direta ou indiretamente pelo Governo, quanto pela concentração dos recursos nas mãos de poucas instituições privadas.

O sistema bancário vem apresentando uma gradativa concentração através de formação de conglomerados financeiros. As instituições bancárias atualmente participam em todas as atividades de intermediação ou prestação de serviços da área não-bancária.

O mercado de valores mobiliários brasileiro vem presenciando, nos últimos anos, um rápido crescimento da participação dos investidores institucionais, paralelamente à perda da participação do investidor individual. Estima-se que atualmente mais de 35% do movimento bursátil seja feito por investidores institucionais, que também são de longe os maiores absorvedores de emissões primárias de valores mobiliários.

Sendo o Brasil um país de dimensões continentais, contando com milhões de potenciais investidores e milhares de companhias, é da maior importância a existência de um sistema de intermediação capilar, capaz de prover equidade no acesso a seus serviços a todos os seus potenciais usuários. A análise detalhada das instalações disponíveis para a venda de serviços no mercado de valores mobiliários demonstrou que:

- as dependências à disposição de firmas intermediárias independentes são apenas 8,8% do total de dependências do sistema de intermediação; apesar disso, elas detêm uma expressiva parcela dos volumes de negócios de mediação de valores mobiliários em circulação e de colocação de emissões primárias. Este fato parece demonstrar que as dependências dos conglomerados (91,2% do total) não têm sido bem utilizadas para o *marketing* de serviços típicos do mercado de valores mobiliários;
- no que se refere ao número de vendedores — na qualidade de agentes autônomos —, idêntica conclusão pode ser obtida, pois as instituições independentes, contando com apenas 12,8% do total de força de vendas, apresentaram uma fatia de mercado significativamente mais elevada; e

- 91% dos 12.089 Agentes Autônomos de instituições conglomeradas são credenciados pelas corretoras e distribuidoras componentes do grupo. As informações indicam que em sua maioria são funcionários de banco comercial, dedicando-se principalmente ao *marketing* indireto de ativos financeiros de emissão do grupo. Isto explica porque o volume de negócios que realizam no mercado de valores mobiliários não é compatível com o enorme contingente de vendas que representam.

Passaremos agora a enfocar cada uma das atividades típicas do sistema de intermediação de valores mobiliários.

Da análise do comportamento do sistema em relação à atividade de distribuição, chegou-se às seguintes constatações:

- o sistema de intermediação é pouco capilar em relação às empresas não-componentes de grupos financeiros, o que evidencia ineficiência alocaional; o número de empresas abertas é diminuto *vis à vis* o conjunto de empresas potenciais emissoras de valores;
- o sistema de intermediação, mesmo contando com uma extensa rede de dependências e cerca de uma dezena de milhares de vendedores, tem reduzida capilaridade em relação ao público investidor, particularmente junto a pessoas físicas; aparentemente as instituições não empenham um esforço de *marketing* compatível com as necessidades das companhias emissoras de valores;
- a atividade de distribuição é muito concentrada em poucos conglomerados financeiros, afetando, portanto, a eficiência operacional do mercado;
- os conglomerados apresentam uma *performance* mais destacada do que as firmas independentes, no que se refere à colocação de ações no mercado. Isto é reflexo da disparidade em termos de número de pontos de venda e de vendedores. Cabe observar, porém, que em muitos casos esse melhor desempenho é ilusório, pois a análise da relação nominal dos líderes da indústria de *underwriting* permite verificar, por exemplo, que em 1978 os seis maiores conglomerados privados do país participaram da atividade. Entretanto, dos seis apenas um liderou exclusivamente operações de empresas não-financeiras, três lideraram unicamente lançamentos de instituições financeiras do próprio grupo e os outros dois tiveram predominância nas operações com valores emitidos por empresas do grupo. Assim, pode-se inferir que a grande maioria dos conglomerados não está, efetivamente, vendendo serviços de intermediação na área de distribuição de valo-

res mobiliários, mas, simplesmente exercendo a atividade em seu próprio benefício, configurando um possível abuso de poder de mercado.

No que se refere à atividade de intermediação secundária de valores mobiliários em circulação, constata-se no Brasil uma tendência de fortalecimento das corretoras ligadas a instituições financeiras. O crescimento da fatia de mercado dessas firmas é quase unicamente explicado pela existência de grandes carteiras institucionais sob gestão de tais conglomerados. As seguradoras, fundos mútuos, fundos de pensão e as demais carteiras administradas pelos conglomerados praticamente atuam no mercado secundário principalmente através de corretoras a eles ligados por vínculos acionários.

Passando para outra importante atividade do sistema de intermediação, a de administração de carteiras, a análise do quadro brasileiro permitiu concluir que:

- a administração de carteiras de investidores institucionais é prestada, no Brasil, em termos bastante concentrados em poucas instituições financeiras, como reflexo da concentração na gestão de recursos compulsórios (fundos fiscais, Decreto-Lei 157); os números revelam que as instituições ligadas a conglomerados administram 86% do patrimônio global dos fundos mútuos de investimento. No âmbito desses fundos fiscais, o esquema de captação dos incentivos fiscais vem conferindo, ano após ano, um enorme poder de mercado aos grandes conglomerados, configurando uma típica situação de oligopólio. Os 10 maiores fundos fiscais apresentam atualmente um patrimônio consolidado equivalente a 75% do total do sistema contra 67,5% em 1974. Como esses recursos só beneficiam um número restrito de instituições, as demais ficam receosas ou sem condições de investir em recursos humanos e materiais, agravando a concentração.

São estes, em resumo, os principais aspectos a ressaltar quanto à participação de instituições financeiras no exercício das atividades próprias ao mercado de valores mobiliários no Brasil.

Conforme antecipamos ao início do artigo, não existe, até o momento, regulação específica que objetive a separação das atividades do mercado de crédito daquelas próprias ao mercado de valores mobiliários. A sua adoção, através da reestruturação do sistema de intermediação é, como sabemos, decorrência da política econômica mais ampla, cuja implantação deve ressaltar em maior eficiência na alocação dos recursos para o financiamento da economia.

Os dados que se abastamos de apresentar, fruto dos estudos que encerramos recentemente, fornecem alguns elementos que permitem avaliar as consequências da

participação das instituições financeiras em atividade do mercado de valores mobiliários, considerada a evolução da economia brasileira nos últimos 15 anos. Entretanto, há que se analisar criteriosamente até que ponto os resultados apresentados decorrem da adoção de uma determinada organização para o sistema de intermediação, ou seja, se são influenciados por uma situação conjuntural.

Encontramo-nos, portanto, em uma posição de reavaliação do atual sistema de intermediação para o mercado de valores mobiliários brasileiro, e esperamos que após as discussões com a comunidade financeira e o público interessado, cheguemos ao consenso da solução mais adequada que compatibilize a melhor alternativa de transferência de poupança para financiamento das unidades produtivas com o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, estimulando uma elevada competitividade entre os diversos segmentos do mercado financeiro, preservando os princípios da economia de mercado.

Partido do IBMEC para os não-alinhados com o M. C.



Com objetivos
eminentemente didáticos,
para facilitar a compreensão do leitor
não-especializado, esta obra fornece, em caráter
introdutório, informações relacionadas com a estrutura
e o modo de funcionamento do mercado de capitais brasileiro.

Formato: 14 X 21cm.
PP. 192
Preço: Cr\$ 200,00

sac-ibmec

Envie cheque nominativo no valor de Cr\$ 200,00 ao:

IBMEC - Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais

Rio: Av. Beira Mar, s/n.º (Anexo ao MAM) - CP. 6047 e 6062 - CEP 20101
Tels.: 242-2343 ou 283-9222 Ramal 72

São Paulo: Rua Álvares Penteado, 151 (Edifício da Bolsa de Valores) - 6.º andar - CEP. 01012
Tel.: 258-7222 Ramal 250

NOTAS E COMENTÁRIOS

**Comentários sobre a Atividade Regulatória e a Definição de
Conceitos e Práticas Operatórias para as Sociedades Corretoras***

Miguel Dirceu Fonseca Tavares**

A primeira noção básica associada à existência de relações financeiras numa economia é a de confiança mútua. A confiança que depositam entre si os agentes econômicos permite que se erija uma intrincada e complexa rede de relações de débito/crédito, da qual, em última instância, depende o desenvolvimento econômico.

No bojo dessas relações e dadas as características da organização econômica, ordinariamente surgem conflitos de interesses entre os agentes envolvidos.

A busca de soluções para tais conflitos dá origem à figura do contrato que, dispondo de estatuto institucional, garante recurso a todos aqueles que se considerem lesados pelo não cumprimento de suas cláusulas, e também a possibilidade de acionar juridicamente quem for responsável pela falta. Desta forma, a confiança pessoal deixa de ser dominante e cede lugar a um tipo de confiança institucional baseada na capacidade de o Estado prover justiça.

No caso das Sociedades Corretoras, o aspecto confiança assume características peculiares decorrentes da natureza de suas operações.

* Estes comentários são feitos ao ensejo da audiência pública realizada pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários – para receber comentários e críticas ao projeto de Instrução que “define os tipos de ordens de compra ou de venda de valores mobiliários, em bolsas de valores, e estabelece normas e procedimentos a serem observados pelas Sociedades Corretoras e seus clientes na sua execução”.

** O autor é Pesquisador do IBMEC.
As opiniões expressas neste artigo refletem pontos de vista do autor, e não necessariamente do IBMEC.

A relação corretora/cliente se conforma a uma relação de mandato em que o cliente (comitente) outorga à Sociedade Corretora o direito de representá-lo nas negociações de Bolsa e, em seu nome, realizar operações de compra e/ou venda de títulos e valores mobiliários.

O exercício de representação, neste caso, exige, quando nada, confiança pessoal do comitente na capacidade de a Corretora bem cumprir o que lhe tenha sido ordenado. Como o agente representado, o representante se defrontará com um mercado no qual o curso dos negócios é, fundamentalmente, de natureza aleatória. Desta forma, a execução a contento de uma ordem de seu emitente dependerá em parte da habilidade pessoal de seu executor, e em parte da flexibilidade que este disponha para a negociação.

Assim compreendido, qualquer tentativa de fixar limites precisos para esse sistema de intermediação será precária, visto que dentre os elementos envolvidos é muito avultada a quantidade daqueles de natureza subjetiva.

Como as características do sistema de intermediação corretora/clientes se conformam às de um sistema aberto, não limitado, a fixação de regras e definições dependerá de uma objetivação institucional, a qual servirá fundamentalmente para solucionar conflitos em que intervenham autoridades competentes. Neste sentido, o acréscimo de segurança representado pelas normas instituídas estará condicionado à eficiência de o aparelho administrativo e judiciário processá-las e exercer as sanções cabíveis. De toda forma, exige-se um comportamento dinâmico na instância normativa para que as regras instituídas não venham a se tornar óbices às práticas correntes de mercado.

Por outro lado, cumpre observar que, quanto mais se procura definir, institucionalmente, os limites desse sistema, menos se estará fazendo em prol da solidificação de práticas auto-regulatórias que se sustentam objetivamente em interesses de mercado.

O mau atendimento e cumprimento de ordens implica a perda de clientes e externaliza efeitos predatórios sobre todos os integrantes do sistema.

Contudo, tendo-se acionado o aparelho regulatório, cumpre serem as normas expedidas as mais claras e objetivas possíveis evitando desta forma que precariedades formais interfiram sobremaneira na adequação das práticas do sistema às suas objetivações normalizadas.

Dentro deste espírito, cumpre ressaltar que o projeto de Instrução da CVM/1979 apresenta algumas imperfeições em seu texto que comprometem o siste-

ma, deixando-o ao sabor de interpretações subjetivas e submetido a condicionamentos impróprios para os quais não existe solução única e inequívoca. Dentre estas imperfeições, cabe destacar as seguintes:

1. Em seu artigo 1º, o referido projeto associa à condicionante "(...) somente poderão operar com clientes (...)" o prévio conhecimento pelas corretoras dos seus objetivos de investimento e de suas capacidades financeiras.

O problema apresentado neste artigo 1º consiste no fato de os critérios de avaliação dos requisitos exigidos para a relação corretora/cliente não serem claros. Como ambos os requisitos são de natureza probabilística e face à multiplicidade dos modelos de obtenção e conceitos a eles associados, seria necessário, para sua correta observação pelos agentes envolvidos, que se efetuasse a objetivação desses conceitos pela fixação de suas respectivas formas de medida e avaliação. Por exemplo: no caso do objetivo de investimento, que genericamente é a transferência intertemporal de consumo, teria que se conhecer o horizonte temporal fixado pelo cliente, o que teoricamente pode ser correlacionado com a natureza dos recursos aplicados. Porém, saber se um recurso é um item dos ativos correntes ou investimentos (a longo prazo) de um cliente implica o conhecimento de sua estrutura patrimonial e, sabendo isto, dever-se-ia ainda ter a declaração de intenção do mesmo com referência à aplicação desejada. Em verdade, apenas a declaração de intenção é significativa, estando, pelas próprias características do mercado, sujeita a efeitos de estratégia, restando pouco a determinar objetivamente. No caso da capacidade financeira, se estabeleceria que esta seria inferida de determinado indicador financeiro ou do parecer de determinada fonte. Em contrário, a não fixação do critério deixa sua determinação completamente imprecisa.

2. No artigo 2º é fixada a exigência de que a ficha cadastral deverá estar **permanentemente** atualizada. A menos que o significado da condição **permanentemente** se torne relativo, a exigência não terá meios de ser cumprida pelas Corretoras. Uma redação alternativa, por exemplo, fixaria que a ficha cadastral deveria apresentar informações atualizadas, contemporâneas à última operação realizada pelo cliente.

No item III deste artigo, e com vistas a coibir práticas especulativas de *insiders*, seria cabível exigir-se que a declaração da participação igual ou superior a 5% no capital se verificasse quando a negociação pretendida pelo cliente envolvesse ação da empresa da qual participa com estes percentuais. Por outro lado, fica pouco claro o conceito da participação indireta, requerendo para sua correta observação que se estabeleça uma definição precisa. É considerado como participação indireta o exercício de direitos acionários por procuração?

No item IV, seguinte, a formulação se apresenta invertida. Não seria o cliente que deveria informar e anexar ficha cadastral do administrador ou administradora de sua carteira. Seria sim exigido aos administradores da carteira anexar a ficha cadastral dos clientes e a procuração que os autoriza a movimentar suas respectivas contas.

No item VI, exige-se que o cliente declare, quando for o caso, sua condição de **profissional de mercado**. Como tal condição não é perfeitamente definível para o conjunto de clientes de qualquer corretora, esta exigência deveria estar relacionada a um elemento de objetivação, tal como: filiação a determinada associação ou registro em determinado órgão.

3. Com referência ao conceito de **cliente profissional de mercado**, cumpre destacar que no artigo 11 encontra-se a seguinte definição:

São Clientes Profissionais de Mercado:

- a) os intermediários financeiros; e
- b) aqueles que a eles se equiparam por analogia.

Além de analogia ser uma forma de conhecimento precária, por este critério qualquer pessoa (física ou jurídica) que mantenha relações econômicas estará realizando alguma intermediação financeira. O único divisor d'águas inequívoco neste domínio é o registro no Banco Central e na CVM que os **clientes profissionais**, intermediários financeiros, são obrigados a manter.

Incluir "Analistas de Valores Mobiliários" na definição de "profissionais" deixa o conceito plenamente indeterminado. Qualquer pessoa que realize uma aplicação no mercado terá, de alguma forma, feito uma análise de valores mobiliários. Como o que qualifica um analista é o fato de ele fazer uma análise, por analogia, estes podem ser qualificados de **clientes profissionais** e seriam preteridos em relação aos não-profissionais na execução de suas ordens.

Como a ordem de um cliente profissional é preterida diante da de um cliente "não-profissional" (ARTIGO 10), aqueles tenderão a sonegar esta informação. Não existindo o referido registro, a execução desta regra não poderá ser coercitiva, dado seu teor subjetivo.

4. A determinação do perfil do cliente apresenta sérios problemas. Além de exigir-se a realização de entrevistas, o que por si só já é suficientemente problemático, pretende-se o conhecimento de definições que, de um modo

geral, não são claras para os próprios clientes ou de difícil determinação e custoso processamento. São os casos da identificação da expectativa de retorno e da taxa de substituição risco/retorno do cliente.

5. Finalmente, no que se refere às definições do conceito de ordem, vale destacar que na ordem a mercado é estabelecido que a negociação deverá ser efetuada ao **preço mais próximo** do registrado no negócio anterior ao seu recebimento. O **preço mais próximo** só seria inequívoco quando o preço seguinte fosse igual ao **registrado no negócio anterior**. As ordens no Fechamento e na Abertura carecem de maior precisão dos conceitos envolvidos, uma vez que, tal como se apresentam, não circunscrevem o momento em que deverão ser cumpridas.

As ordens condicionadas de compra e venda, como se encontram no texto, são o inverso do que buscaria qualquer cliente ao comprar ou vender um valor mobiliário. O que se entrevê, no entanto, nestes conceitos é que seriam válidos, apenas, no caso de venda em mercado revertendo à tendência de baixa e, no caso de compra, revertendo para alta.

Como é objetivo da Autoridade Reguladora incentivar as práticas auto-regulatórias, a fixação destes conceitos e procedimentos deveria ser menos enfática e mais adequada às práticas de mercado, o que implicaria maior abrangência das definições, deixando as qualificações específicas a cargo das instituições que exercem a regulação de seus membros, neste caso, as Bolsas de Valores.

O *Commercial Paper*

Denis Borgès Barbosa*

O *Commercial Paper* em seu Habitat

As empresas americanas dispõem, a par dos sistemas de captação de capitais utilizados no Brasil, do *commercial paper*, título cambial emitido para colocação junto ao público, sem coobrigação ou aceite de instituições financeiras. Com este documento, que prescinde de garantias reais ou de qualquer outro tipo, senão as habituais em letras de câmbio ou notas promissórias, obtém o emissor crédito a curto prazo, a custo mais baixo do que poderia conseguir através da via bancária normal.

Tal captação direta, quando visa levantar recursos a maior prazo, é feita por meio de obrigações ou debêntures, com os mecanismos de garantias hipotecárias, pignoratícias e fiduciárias típicas do processo. No entanto, o peso da estrutura não se coaduna com a agilidade do crédito para pronto repagamento, destinado ao suprimento de necessidades imediatas do emissor. Na peculiaridade da lei americana, o lançamento de tais valores, quando prevê solução em até 270 dias, dispensa mesmo o registro no órgão fiscalizador oficial — a Securities Exchange Commission (SEC) —, equivalente à nossa Comissão de Valores Mobiliários — CVM.

A estrutura de lançamento é extremamente simples, compreendendo apenas um *dealer* — intermediário que coloca os títulos junto aos tomadores — e o agente — a quem cabe o pagamento por delegação do emitente. Tal agente não estabelece nenhuma coobrigação cambial para com os tomadores, comprometendo-se apenas a saldar o título, em função da linha de crédito ajustada com o emissor. Frequentemente a figura do intermediário é suprimida, fazendo a própria empresa a sua comercialização.

* O autor é Advogado de Furnas Centrais Elétricas S.A. e Assessor do Presidente do Instituto Nacional da Propriedade Industrial — INPI.

O conceito todo depende da excelência do sistema de informação comercial americano, que supre a necessidade de garantias suplementares: a certeza do pagamento depende, no fim das contas, da situação econômica e financeira da empresa emissora. Mesmo assim, o *commercial paper* é domínio da macroempresa e do grande investidor. É costume não se admitirem títulos de valor inferior a US\$ 25.000,00, e as condições — prazo, vantagens, deságio — são fixadas pelo sistema de classificação comercial da empresa, tipo de avaliação periodicamente efetuada por organizações especializadas que determinam o perfil da emissora.

O *commercial paper* é, desta forma, um instrumento de um mercado de capitais profissional, adulto, capaz de entender e responder tanto à análise microeconômica do lançamento, quanto ao contexto amplo em que a emissora atua. Tudo isto resulta em que o papel seja uma cambial, usualmente uma promissória simples, ao portador, facilmente repassável, conquanto a experiência demonstre que a negociação do título (no contexto americano) seja evento relativamente raro. Normalmente não se estipulam juros, operando o *commercial paper* pelo sistema de deságio.

O volume de tais títulos no total do mercado de capitais americano é bastante elevado. As estatísticas mostram que, em 1968, de uma percentagem de 8,6% do mercado, os *commercial papers* respondiam, 10 anos depois, por 17% do mesmo mercado, num total de 84 bilhões de dólares, ou seja, aproximadamente metade do Produto Nacional Bruto brasileiro naquele ano.

As Nozes no Verão

A tese da Bolsa de Valores de São Paulo — BOVESPA — apresentada no III Congresso Nacional de Corretoras de Valores, realizado em outubro de 1979, tece em favor da adoção do *commercial paper* no Brasil um argumento curioso. Segundo a BOVESPA, observa-se “a necessidade premente do desenvolvimento de um mercado de títulos de longo prazo”; e ainda “têm as empresas recorrido em limites, muitas vezes além do desejável, a fontes de crédito a curto prazo”. Conforme demonstra o raciocínio, as bolsas de valores propugnam o desenvolvimento do mercado de ações “não só como instrumento mais eficiente de alocação de poupanças na economia, mas também como forma socialmente mais justa de participação na propriedade”, justificando assim a sugestão de se criar no país um instrumento de incentivo do mercado de títulos cambiais a curto prazo.

A argumentação, no fim das contas, resume-se no fato de que, já que ninguém põe seu capital a risco, e a longo prazo numa inflação de 75% ao ano, é conveniente para as corretoras ampliarem a competição pelo mercado do crédito instantâneo, monopolizado ora pelas financeiras, ora pelos bancos, ora pelo governo. Uma linha de raciocínio similar é seguida pelo estudo de Horacio de Mendonça Netto,

“*Commercial Paper* enquanto promotor de um maior grau de interação entre o sistema financeiro e o setor produtivo”*. Segundo o autor, haveria duas vantagens em tal adoção: acostumar o público a ler e confiar nas informações comerciais sobre as empresas emissoras e, no caso de restringir o direito de emissão às companhias abertas, incentivar as empresas a lançarem suas ações em bolsa ou no mercado de balcão.

Horacio de Mendonça Netto sublinha, no entanto, que, sem reservar o mercado de intermediação dos *commercial papers*, atribuindo-o exclusivamente às instituições financeiras independentes, a introdução não aparenta ser “capaz de promover qualquer mudança no nível de competitividade” entre as instituições, pois ganhariam apenas os conglomerados financeiros com quem os possíveis tomadores já mantêm os vínculos mais fortes. A competitividade, recusada a instituição de um novo sistema cartorial em favor das financeiras independentes, ficaria assim restrita à concorrência entre os bancos e as companhias emitentes pelo segmento de poupança disponível.

A experiência de captação direta por parte das empresas não é nova. O mercado paralelo, que tão má fama trouxe no passado à área financeira, não passava de uma forma de oferecer ao público papéis a curto prazo, emitidos diretamente pelo tomador de capitais. A crônica da época está cheia das sinistras histórias de emissões seguidas de quebras e fraudes, e a Lei 4.728/65 foi concebida exatamente para sanear o mercado, associando o sistema financeiro, sob a inspeção do Banco Central, a toda captação de capitais junto ao público. Embora a criação deste órgão, e posteriormente da CVM, tenha trazido maior confiabilidade ao sistema, será talvez difícil para o aplicador deixar de optar em favor da solidez bancária, embora aparente, e contra a empresa não-financeira.

Uma das melhores razões aduzidas para justificar a introdução do *commercial paper* ficaria assim aparentemente enfraquecida, já que, à procura de investidores, as empresas emissoras deveriam remunerar melhor seus papéis, compensando a diferença do risco. A partir de um certo ponto, quando o volume deste tipo de negociações se tornasse significativo para o mercado, haveria uma tendência de os bancos subirem um pouco suas taxas de captação, pressionando desta forma os níveis de seus juros. Em vez de diminuir as taxas bancárias, poderia haver um aumento atribuível ao *commercial paper*. O fato de o sistema bancário passar a atender primordialmente às empresas média e pequena, com maiores riscos de aplicação, não contribuiria em nada para o rebaixamento dos juros.

Outros inconvenientes usualmente apontados são o fortalecimento das empresas já grandes, às quais seria reservado o acesso ao *commercial paper* e, principal-

* Publicado na Revista Brasileira de Mercado de Capitais, vol. 5, n.º 13, pp. 101-107.

mente, a aceleração do trânsito da moeda, pela introdução no sistema de um título de poder liberatório equiparável ao do dinheiro. Não se pode deixar de considerar, também, o deslocamento parcial da tonicidade do setor financeiro tradicional, preponderantemente nacional, para um segmento da economia onde, afora as grandes estatais (por ora aparentemente excluídas das vantagens do *commercial paper*), pontificam as macroempresas sob controle estrangeiro.

Desta maneira, com as nozes e avelãs do Natal brasileiro, deslocadas em pleno verão de dezembro, o *commercial paper* parece ter um valor principalmente evocativo, amplificador de dependência, que distancia de suas raízes nacionais o que poderia ser a autêntica festa do nosso capitalismo nascente.

O Dilema do Omitorrinco

Do que já se expôs, pode-se determinar o perfil do *commercial paper*:

- a) É um título de crédito, de natureza cambial abstrata;
- b) Deve ser ao portador;
- c) Deve ser uma promessa incondicional de pagamento;
- d) Deve comportar pagamento a termo diferido;
- e) Não comporta um depósito prévio da quantia a ser tomada em instituição financeira;
- f) Em princípio, não deve exigir coobrigação;
- g) Em princípio, não deve exigir a constituição de obrigação subsidiária ou substitutiva; e
- h) Não comporta garantia real.

A definição do *commercial paper* é dada pelo Uniform Commercial Code (UCC § 3-104) de uma forma sucinta: é um título de crédito, ou seja, um documento subscrito pelo emitente ou sacador, contendo uma promessa incondicional ou uma ordem de pagar uma certa quantia à vista ou a um prazo determinado, à ordem ou ao portador. O termo compreende letras de câmbio, cheques, notas promissórias e certificados de depósito.

Enfim, a expressão, tecnicamente determinada no Direito Americano, não se distingue da noção de *negotiable instrument*, ou seja, título de crédito em sentido estrito. A abrangência da definição americana explica-se pelo fato de que, não sendo signatários da Convenção de Genebra de Letras e Cheques, concebe-se nos Estados Unidos tanto a cambial e a promissora ao portador, quanto o cheque (*memorandum check*) não-pagável à vista.

A descrição das funções do *commercial paper*, tal como levada a cabo na primeira parte deste comentário, no entanto, não se afeiçoa a nenhum título de crédito existente sob a lei brasileira. A letra de câmbio e a nota promissória não são títulos ao portador, sob a Lei Uniforme; a letra, que sob o decreto anterior comportava emissão ao portador, não é uma promessa de pagamento, mas uma ordem de pagamento; o cheque, ainda que consignando data futura de pagamento, é sempre à vista; o certificado de depósito bancário é nominativo, endossável somente em preto, e absolutamente inadequável a servir de instrumento de captação de recursos a curto prazo para instituições não-financeiras. Os conhecimentos e *warrants*, as duplicatas, os certificados de depósito em garantia e de investimento não têm a abstratividade necessária. As cédulas pignoratícias e hipotecárias e as debêntures importam em garantias reais ou patrimoniais. As ações e partes beneficiárias não são promessa incondicional de pagamento, mas dão, tão-somente, direito a um crédito eventual, assegurando o *status* de sócio. As demais figuras existentes em lei são limitadas setorialmente ou impróprias para as funções a serem desempenhadas.

Outra restrição existente é o estipulado no art. 17 da Lei 4.728/65, no qual as emissões de títulos ao público não podem prescindir de aceite ou coobrigação de instituições financeiras, salvo com autorização do Conselho Monetário Nacional — CMN. Toda a estrutura fiscal de retenção do Imposto de Renda na fonte em títulos de valor prefixado baseia-se no pressuposto de que os valores, para serem admitidos ao mercado, terão obrigatoriamente a coobrigação ou aceite de uma financeira. Não se admitiu, na legislação fiscal, o exercício pelo CMN de seu poder de eximir certos títulos desta obrigatoriedade.

Ponto ainda a se considerar é a inspeção da emissão destes títulos pela CVM. As companhias abertas, sob a Lei 6.404/76, são as únicas empresas que já estão obrigadas à plena publicidade de seus atos, conformando-se com o princípio de **informação como garantia do *commercial paper*** americano. Embora o título esteja isento de registro na SEC, seria de extrema conveniência, num contexto onde as feridas provocadas pela crise do mercado paralelo e do *boom* de 1971 ainda não cicatrizarão, que houvesse uma vigilância suave, mas eficiente: suave, para não tirar a agilidade do papel; eficiente, para garantir a sua confiabilidade. Introduziu-se assim a questão posta no art. 2º, III, da Lei de criação da CVM (6.385/75), combinando com os artigos 15 e 19 § 4º da mesma Lei.

Segundo os dispositivos citados, a emissão dos títulos junto ao público, pelo processo contemplado na lei, exige a participação obrigatória do sistema de distribuição institucional através de corretoras financeiras, bancos, etc., vedada a colocação direta pela empresa emissora. Ora, como já se viu, nos Estados Unidos abundam as emissões diretas, sem participação dos intermediários, exatamente para assegurar a redução dos custos de captação, razão de ser do sistema.

Pelo que se vê, a classificação do *commercial paper* coloca, para o jurista, um dilema semelhante ao que, para o biólogo, suscita o ornitorrinco. Ente *sui generis*, vai exigir para sua entrada no mundo jurídico a criação específica de uma forma cambial nova. É tarefa do projetista, então, discernir as características que menos distorcem o sistema do Direito, de forma a evitar as reações dos anticorpos doutrinários e jurisprudenciais, os quais, por mais de uma vez, já desfiguraram institutos novos, amoldando-os às formas mais tradicionais e conhecidas.

Começemos, pois, por determinar as alterações necessárias nos modelos cambiais, para passar enfim às modificações no sistema do Direito Econômico e do Direito Tributário.

Por Que Não o Cheque a Termo?

Não é da natureza da nota promissória a exigência de que seja um título à ordem, e não ao portador. As mesmas razões que se alegam para prescrever as promissórias ao portador poderiam ser antepostas à letra ao portador. No entanto, por mais de 60 anos circularam no país cambiais sem consignar o nome do beneficiário, e nem por isso entendeu-se abalado o curso forçado da moeda nacional. Apenas com o referendo, pelo Congresso, da Lei Uniforme retirou-se a cambial ao portador do mundo comercial, e assim mesmo relutantemente, ainda conservando seu terreno nas chamadas cambiais financeiras, admitidas pela jurisprudência e parte da doutrina.

A prevalência das cambiais nas captações de recursos junto ao público deve-se à segurança do aceite obrigatório, imposto pela Lei 4.728/65. Entretanto, como o próprio dispositivo legal fala de *coobrigação*, a par de aceite, não seria impossível a existência de *promissórias financeiras* avalizadas por instituição financeira, e — por que não? — ao portador. A mesma proibição que vige para as letras é extensível à promissória e, no entanto, andou-se privilegiando a cambial, assentando-se na tradição do Decreto 2.044/1908.

Dos projetos de lei de criação do *commercial paper*, um — o da BOVESPA — sugere a instituição pura e simples da promissória ao portador. O outro, decantado por fontes oficiais, sugere a letra de câmbio auto-sacada ao portador. Como alterna-

tiva, o estudo da CVM alvitra a hipótese de uma letra sacada contra o próprio sacador, e tomada por ele, que a endossaria em branco ao público. Fora esta última solução, engenhosa a ponto da prestidigitação, têm-se propostas de alteração ao disposto na Lei Uniforme, o que não seria certamente descumprimento das obrigações internacionais do país, pois o *commercial paper* é um caso especial a ser regido por uma lei especial.

A dissensão com a Convenção de Genebra seria, além disto, restrita apenas à forma de circulação, pois conviria manter o caráter integral de título de crédito, inclusive para os efeitos processuais de assegurar a execução forçada do documento, prescindindo do processo de conhecimento. O projeto da Bolsa sugere, além disto, uma cláusula penal implícita para o inadimplemento da obrigação cambial em seu termo, em acréscimo à isenção do papel quanto às disposições da Lei da Usura.

Acreditamos que o *commercial paper* é mais aproximado à *promessa incondicional de pagamento* — a promissória — do que à *ordem de pagar* — a letra. O fato de o mercado estar mais acostumado às cambiais financeiras não compensa a estranheza do mecanismo um tanto gongórico de emitir uma *ordem*, já aceita, contra si próprio, aproveitando-se do permissivo legal. A nota, emitida diretamente pela empresa (no dizer da Lei Uniforme, a emissão se equipara ao aceite), poderia ser avalizada pelos diretores, pela *holding* do grupo econômico, ou por empresa independente, não-financeira; mas será, estruturalmente, uma *promessa de pagar*.

Com o que já se disse, pareceria descabido suscitar a hipótese de um cheque a termo. No entanto, mesmo sendo uma ordem, e não uma promessa de pagamento, o cheque tem algumas vantagens que devem ser levadas em conta. A possibilidade de se estipular um cheque ao portador não é discutida por ninguém. A prática americana de o emitente contratar com um banco uma linha de crédito visando o resgate dos títulos aponta também para a solução; e, por fim, as penalidades para a emissão de cheques sem fundo poderiam ser bem aproveitadas para conferir ao título uma garantia a mais.

Para esta anômala figura se transformar em um instrumento eficiente, bastaria estabelecer que o *cheque de captação de recursos* seria um título de crédito pagável ao fim de um certo prazo, a partir do qual se aplicariam as regras e penalidades relativas ao cheque à vista. Seria interessante estipular claramente que não cabe aceite para tal cheque, de forma a eliminar a responsabilidade do banco pagador, a não ser no caso de provisão suficiente de fundos. Embora não querendo enfatizar a sugestão, sublinha-se que, devendo-se tomar como paradigma qualquer um dos títulos abstratos, introduzindo as modificações necessárias, tanto faz partir da promissória, da letra ou do cheque. É interessante, apenas, pesar as vantagens e desvantagens relativas deste título em face dos demais.

O cheque a termo, obviamente, teria contra si o costume e as resistências do sistema do Direito, desacostumado com uma **ordem de pagamento à vista** ser transformada quase em um título de legitimação de vencimento postergado, embora transferível. Dos *commercial papers* do Direito americano, não é o cheque, não é o conhecimento de depósito (por motivos óbvios) e não é a cambial brasileira o mais adequado instrumento de captação direta de recursos financeiros pelas empresas. Sê-lo-á a promissória à vista.

Como Fazer um *Commercial Paper* à Brasileira

"*À brasileira, só leitão . . .*" (Sobral Pinto)

As alterações no regime vigente, para se adotar o *commercial paper*, são as seguintes:

- a) Criar uma nota promissória à vista, dentro do regime cambial brasileiro, ou seja, a Lei Uniforme, e, em suas reservas, o antigo Decreto 2.044 de 1908;
- b) Incluir os títulos na competência de fiscalização da CVM através da Lei 6.385/75. Os *commercial papers* exigiriam um registro especial, suplementar, e cada emissão deveria ser examinada pela CVM, que teria a oportunidade de vetar o lançamento. Para atender às peculiaridades do papel, o lançamento deveria ser submetido à CVM pelo menos uma semana antes da emissão, o qual poderia ser realizado independentemente de um pronunciamento positivo da autarquia, que teria, no entanto, o direito de sustar a emissão já em curso, se verificadas condições que não licitassem a operação;
- c) Isentar o papel da obrigatoriedade de utilizar os canais de distribuição dos artigos 15 e 19 § 4º da Lei 6.385/75, desde que a emissão seja feita com uso de seus próprios meios, ou seja, o *house broker*;
- d) Limitar a possibilidade de emissão às companhias abertas com capital de pelo menos um milhão de ORTN e que estejam, no momento do lançamento, com um patrimônio líquido ou uma relação de capital próprio/capital financeiro dentro dos níveis que a lei preceituará;
- e) Instituir a obrigatoriedade da apresentação de um parecer de auditor independente, atestando que a sociedade emitente está dentro dos parâmetros legais;

- f) Estender aos tomadores do título o regime fiscal do art. 7º, Decreto-lei 1.641/78, ou seja, o desconto na fonte do Imposto de Renda sobre títulos com renda prefixada, sendo a retenção encargo do emitente, em caso de distribuição direta. O CMN poderia ampliar ou restringir a base de cálculo do imposto;
- g) Estabelecer um prazo máximo de 240 dias para o vencimento do título;
- h) Estabelecer que, em caso de necessidade de restringir a disponibilidade de recursos em mãos do público, o CMN vedará ou limitará o volume de tais emissões;
- i) Cometer ao CMN a faculdade de, nos termos do art. 7º da Lei 4.728/64, isentar os títulos da obrigatoriedade de aval de instituições financeiras;
- j) Estabelecer que não se aplicam às notas promissórias em causa as vedações do Decreto 22.526/33, podendo, a juízo do CMN, ser facultada às emissões a correção monetária do art. 27 da Lei 4.728/64, mesmo com vencimento inferior a um ano; e
- k) Vedar o uso dos *commercial papers* às empresas que têm acesso ao mercado financeiro internacional, nos termos dos §§ 1º e 2º do art. 22 da Lei 4.728/64.

A última condição teria o propósito de contrabalançar o enfraquecimento do sistema financeiro tradicional, predominantemente nacional, assegurando que o *commercial paper* à brasileira contribuísse, de alguma forma, para o crescimento de um segmento débil e claudicante da economia. Somente desta maneira poderia o Brasil tirar algum proveito da introdução deste título de naturalidade americana, contra o qual se podem levantar todas as objeções já apontadas anteriormente.

O prato, está a se ver, fica um pouco mais indigesto, exclui os paladares sofisticados dos *habitués* da versão original, mas — virtude da farinha — é capaz de satisfazer fomes mais encruadas, mais profundas, o que as sutilezas de salgado e doce do leitão à Califórnia não satisfazem.

Notas sobre a Organização do Mercado Aberto no Brasil*

Alkimar R. Moura**

Esse trabalho procura analisar algumas distorções existentes no mercado aberto atualmente no Brasil e que se relacionam mais diretamente com o funcionamento das instituições financeiras que participam do mercado. As distorções analisadas são as seguintes: a predominância das operações a curtíssimo prazo, a instabilidade das taxas de juros, o comportamento das instituições *dealers* dos títulos do Tesouro Nacional e, por último, a segmentação do mercado de financiamento. O trabalho conclui com a apresentação de algumas sugestões para o aperfeiçoamento do mercado aberto. Entre estas, a mais importante parece ser a necessidade da institucionalização da ligação *dealer-broker* no mercado de títulos públicos federais.

1. Introdução

O objetivo do presente trabalho é discutir algumas distorções que ocorrem no funcionamento do mercado aberto atualmente e, ao mesmo tempo, sugerir algumas modificações na organização do mercado monetário, com vistas ao seu aperfeiçoamento. É notório o aumento considerável no volume de críticas que estão sendo dirigidos ao mercado aberto originárias da imprensa, do meio acadêmico, de empresários não-financeiros e mesmo de membros do governo. Grande parte destas críticas revela um desconhecimento quase que total das funções que o mercado monetário exerce em uma economia de mercado, além de também ignorar o papel das operações de *open-market* como instrumento de política monetária governamental.

* Versão revista de um trabalho elaborado em abril de 1979 para a Multival S.A. Corretora de Valores Mobiliários. O autor agradece os comentários e críticas de Lourenzo Veronezzi, Kalman de Moriez, Fernando Sotelino e Ernesto Lozardo. Os erros que permanecem são de responsabilidade do autor.

** O autor, Ph.D. em Economia Aplicada, é professor de Economia da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas.

Por outro lado, não se pode negar que o atual funcionamento do mercado aberto entre nós se ressentia de algumas falhas decorrentes da própria conjuntura econômico-financeira que atravessamos, da estrutura peculiar dos mecanismos de controle monetário existentes no Brasil e, por último, da organização e funcionamento das próprias instituições que compõem o mercado.

Em geral, os trabalhos mais recentes que analisam o mercado aberto têm dado mais atenção àquelas duas primeiras causas, e as sugestões que eles apresentam se concentram em propostas de reorganização do conjunto das autoridades monetárias do Brasil. Sem ignorar a importância destas medidas mais amplas, o que se pretende aqui é analisar as distorções que existem no funcionamento das próprias instituições participantes do mercado. A partir desta análise, objetiva-se sugerir algumas modificações na organização do mercado aberto que possam levar ao aperfeiçoamento do mesmo.

2. O Funcionamento do Mercado Aberto

O conceito de mercado aberto aqui utilizado é o mesmo proposto em recente trabalho da Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto – ANDIMA: “Entendemos por mercado aberto um amplo mercado composto por todos os títulos que não são negociados no mercado fechado (bolsas de valores). Assim, o mercado aberto comporta todos os títulos de renda fixa, governamentais e privadas, assim como, por definição, as ações não negociadas em bolsas de valores”¹. Neste conceito, o mercado aberto não se confunde com as operações de *open-market*, conduzidas pelo Banco Central com o objetivo de controle monetário.

É sabido que o *open-market*, como instrumento de política monetária, foi implantado no Brasil para se constituir em um mecanismo adicional de controle dos meios de pagamento, juntamente com o depósito compulsório e a taxa de redesconto. A criação das Letras do Tesouro Nacional (LTN), em agosto de 1970, teve como objetivo dotar o Banco Central de um título que, pelas suas características de liquidez, prazo, rentabilidade e risco, pudesse ser utilizado para ajustar a liquidez da economia aos objetivos de política monetária.

Reconhece-se que o *open* vem desempenhando um papel importante como instrumento de controle dos meios de pagamento, sem embargo de distorções e falhas ainda existentes. Em particular, no período 1971-74, conseguiu-se uma relativa estabilização da base monetária, numa época de grandes pressões para a expansão monetária.

¹ Trabalho elaborado por Cesar Manoel de Souza [17].

Além disso, o notável crescimento das transações com títulos do Tesouro de curto prazo representou um passo importante para a criação de um mercado aberto entre nós. Este tem propiciado condições para que os vários agentes econômicos (instituições financeiras, empresas industriais, comerciais e de serviços, empresas públicas e pessoas físicas) ajustem suas posições de liquidez, mediante aplicação de recursos eventualmente ociosos. Apesar da predominância incontestável dos títulos públicos federais, outros papéis, emitidos pelo setor privado e pelos governos estaduais e municipais, são também negociados no mercado monetário.

As instituições financeiras que operam no mercado aberto compreendem os bancos comerciais, os bancos de investimentos, as sociedades corretoras e as distribuidoras. Em função do papel desempenhado no mercado de títulos públicos federais, as instituições podem ser agrupadas em dois níveis: as instituições *dealers* e as demais instituições.

2.1. O papel dos *dealers*

Em princípio, as instituições financeiras *dealers* devem constituir o centro do mercado de títulos públicos federais. A eles geralmente se atribui o papel de “fazer o mercado” para as Obrigações e Letras do Tesouro. Em razão do peso relativo das negociações com títulos do Governo Federal no mercado aberto como um todo, os *dealers* detêm naturalmente uma posição de relevo em outros segmentos do mercado.

A fim de “fazer o mercado” para títulos do governo, os *dealers* devem se comprometer a:

- a) Comprar e vender papéis do Tesouro, em todos os vencimentos, às taxas de mercado;
- b) Manter uma carteira diversificada de títulos públicos;
- c) Dar liquidez aos papéis colocados junto a clientes finais (operações definitivas de venda); e
- d) Servir de ligação entre o Banco Central e o mercado monetário, para a transmissão de informações e análises a respeito da situação de liquidez do setor privado.

Na sua essência, a atividade do *dealer* se diferencia das demais instituições financeiras pelo fato de que aquele detém a propriedade dos títulos na sua carteira e, em consequência, sujeita-se aos riscos de flutuações no preço dos títulos no mercado. Em geral, mudanças nas posições de carteira dos *dealers* representam uma parce-

la significativa do total de transações no mercado de títulos públicos e certamente concorrem para a estabilidade das negociações. Além disso, uma rede eficiente de *dealers* contribui para aproximar compradores e vendedores de papéis do Tesouro, de modo a assegurar que a taxa de juros reflita, de fato, as condições de oferta de dinheiro no setor privado da economia².

2.2. Outras instituições financeiras

As demais instituições financeiras podem operar no mercado primário e secundário de títulos federais sob três formas diferentes. Elas podem funcionar como *brokers*, atuando na compra e venda de papéis como agentes de seus clientes e recebendo uma comissão pelos seus serviços de intermediação. Neste sentido, os *brokers* contribuem para ampliar o mercado para os títulos públicos, ao promoverem a sua disseminação entre empresas não-financeiras e investidores individuais.

As instituições podem também administrar uma carteira própria de papéis. Neste caso, sua remuneração depende da diferença entre o preço de venda e o preço de compra dos títulos em carteira. Ao procurar capitalizar as modificações na taxa de juros nas Obrigações do Tesouro, estas instituições, à semelhança dos *dealers*, sujeitam-se a ganhos ou perdas de capital.

Finalmente, e essa deve ser a situação mais típica, a entidade financeira pode combinar as duas formas de atuação no mercado: ou agindo em nome de clientes, ou transacionando para a própria carteira. Um banco comercial, por exemplo, pode adquirir títulos públicos para seus depositantes, ou para compor seu estoque de reservas secundárias.

2.3. Financiamento das posições das carteiras de títulos

Os intermediários financeiros que participam do mercado aberto procuram financiar suas posições em títulos públicos a taxas de juros que devem se aproximar das taxas de rentabilidade dos papéis que compõem o *portfolio* das instituições. Para o financiamento do estoque de títulos, os intermediários dispõem das seguintes opções:

- a) Financiamento mediante utilização de recursos próprios;
- b) Venda final (em definitivo) dos títulos a clientes;

² Sobre o papel dos *dealers* nos Estados Unidos, veja *Revista da Andima* [10].

- c) Financiamento mediante empréstimos bancários a curto-prazo (conta "garantida");
- d) Financiamento através da utilização do mercado de reservas bancárias (operações com cheques Banco do Brasil); e
- e) Financiamento através da utilização de acordos de recompra (cartas ou compromissos de recompra), colocadas em mercado ou, eventualmente, junto ao próprio Banco Central.

Sabe-se que a utilização da conta garantida não é uma opção de financiamento de ampla aceitação no mercado; ao contrário, ela pode ser considerada como um recurso de última instância. A utilização dos cheques Banco do Brasil é uma modalidade de financiamento reservada primordialmente aos bancos comerciais, embora o acesso de intermediários não-bancários àquelas operações possa ser feito indiretamente. A mais importante fonte de recursos para financiamento das posições em títulos públicos federais é representada pelas operações com carta de recompra.

2.4. As operações com carta de recompra

Através dessas operações, a instituição financeira procura ajustar o prazo de vencimento de uma aplicação em haveres financeiros às necessidades dos clientes. Ao garantir a recompra do título a um preço fixo e em uma data determinada, o intermediário absorve os riscos derivados de alterações nos preços dos papéis em mercado. Com isto, as instituições conseguem captar fundos pertencentes a empresas e indivíduos que não querem se expor à possibilidade de perdas de capital, em virtude de modificações imprevistas na taxa de juros. As instituições financeiras, portanto, contribuem para uma melhor utilização de recursos escassos, ao estimularem a utilização de disponibilidades que, de outra forma, estariam ociosas.

Como já mencionamos, estas operações constituem o mais importante mecanismo de financiamento para as carteiras de títulos públicos em poder das instituições financeiras. Na Tabela 1, procedeu-se a uma estimativa grosseira do montante representado pelas operações com carta de recompra em relação ao valor da carteira de LTN em poder do mercado. Não foram incluídos aqui os montantes dos títulos de propriedade do Banco Central, das agências financeiras governamentais e das empresas públicas não-financeiras.

TABELA 1 – Operações com Carta de Recompra*

(em Cr\$ bilhões)

Período	(1) LTN em Circulação	(2) Em Poder do Setor Público	(3) Em Poder do Setor Privado	(4) Saldo de Opera- ções de Recom- pra	(5) 4/3 (em %)
Dez. 1976	69,4	21,8	47,5	29,7	62,5
Jun. 1977	95,9	50,4	45,5	40,0	88,0
Dez. 1977	121,0	32,3	88,6	61,3	69,2
Jun. 1978	157,5	40,4	117,1	87,7	74,9

* Estas cifras foram obtidas da seguinte maneira: a coluna (1) mostra o saldo de LTN em circulação. Subtraindo desse último, o saldo das carteiras do Banco Central, das agências financeiras governamentais (Banco do Brasil, BNDE, BNH, Caixas Econômicas, e Bancos Estaduais de Desenvolvimento) e das empresas públicas não-financeiras, obtém-se uma estimativa do saldo de LTN em poder do setor privado financeiro e não-financeiro na coluna (3). A coluna (4) mostra o saldo das operações com carta de recompra. A coluna (5) é apenas uma comparação percentual entre o saldo das operações com carta de recompra e o montante de títulos federais em poder dos investidores privados.

Fonte: Banco Central do Brasil [1, 2 e 3].

Observa-se na Tabela 1 que as operações com carta de recompra chegaram a representar 88,0% do valor da carteira de LTN em poder do setor privado.

No entanto, deve-se salientar que a predominância dos acordos de recompra, no financiamento das carteiras de títulos do Tesouro, não é uma característica peculiar do mercado aberto no Brasil. Isto também acontece nos Estados Unidos, onde, segundo estudo elaborado pelo Federal Reserve Bank of Cleveland, entre 1961 e 1969, os acordos de recompra foram responsáveis por 62% do total dos financiamentos das carteiras dos títulos federais em poder dos *dealers*³.

3. Algumas Distorções no Funcionamento do Mercado Aberto

O objetivo dessa parte do trabalho é relacionar algumas distorções que afetam o funcionamento do mercado aberto atualmente no Brasil⁴. Como mencionado na Introdução, algumas das distorções apontadas aqui decorrem da conjuntura econô-

³ Consulte, a propósito [11].

⁴ Alguns dos problemas aqui mencionados foram também discutidos em Peri Agostinho da Silva [16].

mico-financeira e, principalmente, do agravamento das pressões inflacionárias nos últimos três anos. Outras, entretanto, são o resultado da organização institucional do mercado aberto no país. São essas últimas as que mais de perto interessam a este trabalho. As principais distorções que serão analisadas podem ser agrupadas em quatro itens:

- 3.1. A predominância das operações a curtíssimo prazo;
- 3.2. A distorção e instabilidade das taxas de juros;
- 3.3. O comportamento das instituições *dealers*; e
- 3.4. A segmentação do mercado de financiamento para carteiras.

3.1. A predominância das operações a curtíssimo prazo

Em grande parte devido a uma estrutura de taxas de juros claramente distorcida (este problema será tratado mais adiante), sabe-se que a maioria dos financiamentos para as instituições financeiras que operam no mercado aberto, através de carta de recompra, é contratada através de operações a curtíssimo prazo, reduzindo-se a meras transações por um dia de prazo (operações tipo *overnight*). Tal prática, que se justifica no caso da cobertura de perdas de compensação pelos bancos comerciais (cheque BB), acabou se transformando em normas de operação do mercado como um todo, inclusive das instituições *dealers* em títulos do Tesouro.

Uma confirmação da afirmativa precedente pode ser obtida através dos levantamentos estatísticos publicados na Revista da Andima e que se referem às operações com carta de recompra amparadas pela Resolução 366 do Banco Central. Os dados relativos aos meses de setembro e novembro de 1978, estão agrupados na Tabela 2, onde os compromissos de recompra ou compra de LTN estão distribuídos pelos vários prazos.

TABELA 2 – Distribuição dos Compromissos de Recompra ou Compra de LTN das Instituições Financeiras, por Prazo

Prazo	Setembro de 1978			Novembro de 1978		
	Cr\$ milhões	Em %	Acumulado	Cr\$ milhões	Em %	Acumulado
Até 7 dias	52.703	71,98	71,98	41.998	73,73	73,73
de 8 a 15	6.257	8,55	80,53	4.211	7,40	81,13
de 16 a 30	7.404	10,11	90,64	5.581	9,80	90,93
de 31 a 60	4.109	5,61	96,25	3.416	6,00	96,93
mais de 60	2.740	3,75	100,00	1.752	3,07	100,00
Total	73.214	100,00		56.960	100,00	

Nota: As cifras referentes a 84 e 83 instituições financeiras, respectivamente em setembro e novembro de 1978.

Fonte: Revista da Andima [13 e 15].

Os dados da Tabela 2 indicam que mais de 70,0% do valor das operações de carta de recompra com LTN foram conduzidos no prazo de até sete dias. Embora não existam informações referentes ao montante destas últimas que são realizadas de um dia para outro, presume-se que as operações *overnight* representam a maior parcela das transações efetuadas dentro daquele prazo de até sete dias.

Observe-se que a concentração das operações em prazos curtíssimos é uma característica do mercado como um todo, embora ela se revele mais acentuada para as distribuidoras e sociedades corretoras, conforme indicado na Tabela 3.

TABELA 3 – Distribuição dos Compromissos de Recompra ou Compra de LTN até Sete Dias de Prazo, por Instituição Financeira*

(em Cr\$ milhões)			
Instituição	Até 7 Dias de Prazo (1)	Total (2)	(1) (2) em %
Bancos comerciais	26.581	40.654	65,38
Bancos investimento	9.298	12.351	75,28
Sociedade corretora	7.843	9.726	80,64
Distribuidoras	8.980	10.482	85,68
Total	52.703	73.214	71,98

* Cifras correspondentes a setembro de 1978.

Fonte: Revista da Andima [13].

Esta excessiva concentração das operações de financiamento em prazos curtos implica consideráveis pressões sobre as instituições financeiras, pois estas diariamente têm que buscar, no mercado, os fundos necessários para "zerar suas posições". Tal situação é um pouco mais tranqüila para bancos comerciais ou instituições ligadas a bancos, pois, não só têm maior possibilidade de colocar os títulos a prazos relativamente mais longos, junto a correntistas, mas também dispõem de acesso a fontes alternativas de financiamento (cheques BB e redesconto de liquidez do Banco Central).

Como mencionado anteriormente, o comportamento dos *dealers* em títulos federais é semelhante ao das demais instituições em termos de predominância das operações de curtíssimo prazo no financiamento de suas posições em LTN. Considerando-se, por exemplo, a posição de novembro de 1978, os demonstrativos de compromissos de recompra ou compra de LTN em poder de três instituições, presumivelmente *dealers*, indicavam que 84,0% a 95,0% das operações foram realizadas a um prazo máximo de sete dias.

Em razão da predominância das operações *overnight* no financiamento das posições de LTN, observa-se um giro bastante rápido no estoque daqueles títulos federais. Isto pode ser comprovado com a Tabela 4, onde se calcula o índice de rotatividade para o estoque de LTN em poder do setor privado da economia. Em junho de 1978, aquele índice foi de 1,33, o que significa que todo o estoque de LTN em poder do setor privado girou em um pouco mais de um dia. Esse índice é superior ao giro do estoque de depósitos à vista nos bancos comerciais, os quais, como se sabe, fazem parte do total de meios de pagamento.

TABELA 4 – Índice de Rotatividade das LTN

Período	Estoque de LTN em Poder do Setor Privado ^a (1)	Transações de LTN no Mercado Secundário ^b (2)	Índice de Rotatividade (em dias) $\frac{(1) \times 2}{(2)}$
Dez. 1976	47,5	62,3	1,52
Jun. 1977	45,5	83,3	1,09
Dez. 1977	88,6	121,7	1,46
Jun. 1978	117,1	176,2	1,33

Notas:

^a Definido como estoque em circulação menos carteira do Banco Central, menos carteira das agências financeiras governamentais (Banco do Brasil, BNH, BNDE, Caixas Econômicas e Bancos Estaduais de Desenvolvimento), menos carteira das empresas públicas não-financeiras. Em bilhões de cruzeiros.

^b Excluindo as transações do Banco Central. As cifras são em bilhões de cruzeiros (médias dos dias úteis).

Fonte: Boletim Banco Central do Brasil [4].

3.2. A distorção e a instabilidade das taxas de juros

Observando-se a estrutura de taxas de juros praticadas no mercado aberto brasileiro, pode-se constatar que, em geral, as taxas para aplicações a prazos curtos são superiores às taxas incidentes nas operações de prazo mais longo. Mesmo em mercados financeiros mais desenvolvidos, tal situação pode persistir temporariamente, em razão de expectativas de investidores, ou em virtude de fatores ligados à condução da política monetária e creditícia do governo.

Os dados das Tabelas 5 e 6 procuram mostrar as taxas de juros praticadas no mercado secundário de LTN. As informações são as mais recentes que se acham publicadas e se referem às médias semanais das taxas diárias para o mês de novembro de 1978. A Tabela 5 apresenta as taxas médias de fechamento para a venda de LTN pelas instituições financeiras com três prazos diferentes: 91, 182 e 365 dias (taxas

de desconto ao ano). A última coluna indica a taxa média de financiamento para operações com carta de recompra em LTN por um dia de prazo. Estas últimas cifras referem-se, portanto, ao custo mensal de financiamento das carteiras de LTN das instituições financeiras ou, alternativamente, à remuneração média mensal para os aplicadores em *overnight* com lastro de LTN.

Para que se possa comparar aquelas várias taxas entre si, elas foram transformadas em uma taxa diária de juros (veja Tabela 6). Esta é a taxa de juros que, composta dia a dia, equivale às taxas de desconto e de financiamento indicadas na Tabela 5.

TABELA 5 – Taxas de Juros no Mercado Secundário de LTN (ao mês)

Período	Taxas Médias de Fechamento			Taxa Média de Financiamento (em % a.m.)
	91 dias	182 dias	365 dias	
30/10 a 3/11	35,37	34,24	30,16	1,56
06/11 a 10/11	35,44	34,43	30,04	2,78
13/11 a 17/11	35,62	34,26	30,00	3,61
20/11 a 24/11	36,39	34,49	30,22	3,15
27/11 a 01/12	37,22	35,44	31,16	2,92

Fonte: Dados Estatísticos [6].

TABELA 6 – Taxas de Juros no Mercado Secundário de LTN – Taxas Compostas (ao dia)

Período	Taxas Médias de Fechamento			Taxa de Financiamento (em %)
	91 dias	182 dias	365 dias	
30/10 a 03/11	0,1030	0,1045	0,1000	0,0516
06/11 a 10/11	0,1032	0,1051	0,0996	0,0914
13/11 a 17/11	0,1037	0,1046	0,0994	0,1183
20/11 a 24/11	0,1061	0,1053	0,1003	0,1034
27/11 a 01/12	0,1086	0,1085	0,1041	0,0960

As seguintes conclusões podem ser extraídas destas últimas tabelas:

- a) As taxas de juros nas aplicações em LTN no mercado secundário de 365 dias de prazo são consistentemente menores que a remuneração correspondente às aplicações por prazos de 91 e 182 dias; e

- b) Em alguns casos, as taxas praticadas nas operações de um dia para outro chegam a ser maiores que as taxas nas aplicações em LTN, em qualquer dos prazos considerados (veja, por exemplo, a situação na terceira semana de novembro, quando a rentabilidade no *overnight* superou o retorno proveniente de aplicação em LTN). Nestas condições, não chega a surpreender que instituições financeiras e investidores revelem maior preferência pelas operações *overnight* de que por aplicações a prazos relativamente mais longos.

Não se pretende aqui discutir as causas da estrutura de taxa de juros que prevalece no mercado monetário brasileiro. O que se pretende no restante desse item é sugerir alguns fatores que provavelmente influenciam aquela taxa. Pode-se dizer que a atuação governamental é uma variável importante na formação de taxas de juros, tanto a curto e médio quanto a longo prazos. As taxas de longo prazo são certamente influenciadas pela correção monetária que incide sobre as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN). A correção, todavia, tem sido tratada como instrumento de política do governo e, como se sabe, o Executivo determina os níveis de correção que lhe aprouver⁵

Quanto às taxas de juros a curto prazo, elas, em princípio, flutuam de acordo com as pressões da oferta e procura de fundos. Reconhece-se, por outro lado, que as taxas de juros incidentes sobre os títulos do Tesouro a curto prazo funcionam como taxas básicas do mercado às quais as outras taxas se ajustam. Com o progressivo estreitamento do prazo médio dos títulos da Dívida Pública Federal em circulação, a necessidade crescente de vender LTN para girar a dívida pressiona para cima as taxas de juros nos títulos públicos e privados.

Uma segunda característica das taxas de juros no mercado aberto, principalmente as de curtíssimo prazo no mercado de financiamento, é a sua instabilidade, ou seja, a existência de flutuações acentuadas nos níveis das taxas de juros, de um dia para outro, ou mesmo no decorrer de um mesmo dia. Esta instabilidade pode ser observada no padrão semanal de variação nas taxas de juros para financiamento de posições em LTN. Há um comportamento já conhecido no mercado que registra taxas mais elevadas nas segundas e quintas-feiras, e taxas relativamente mais baixas nas sextas-feiras. A existência e persistência desse padrão decorrem principalmente dos arranjos institucionais que determinam o funcionamento do mercado de cheques BB e o movimento das câmaras de compensação. As flutuações diárias nas taxas de juros são amplificadas ou amortecidas por outros fatores que influenciam a

⁵ Esta conclusão foi anunciada, segundo relato da imprensa, pelo Sr. Julian Magalhães Chacel, Diretor de Pesquisas do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas, em depoimento na Câmara dos Deputados, a respeito da correção monetária [7].

oferta e a procura de fundos no mercado monetário de curtíssimo prazo, como, por exemplo, a política creditícia e monetária do governo, recolhimentos de tributos, contribuições sociais e compulsório pelos bancos, fenômenos estacionais que geram pressões sobre a liquidez bancária, entrada de recursos externos, desvalorização cambial e assim por diante⁶.

3.3. O comportamento das instituições *dealers*

O mercado de títulos públicos no Brasil compreende atualmente três níveis de negociação:

- O Departamento da Dívida Pública (DEDIP) do Banco Central, encarregado dos serviços de emissão, colocação, administração e resgate dos títulos públicos federais;
- As instituições *dealers*, encarregadas de "fazer o mercado" para os papéis do governo; e
- As demais instituições financeiras e o público investidor que participam do mercado em razão de seus objetivos de rentabilidade, liquidez, risco etc.

Para o ajustamento diário de suas carteiras de LTN, os *dealers* transacionam com o DEDIP, com os demais *dealers* (mercado *interdealer*) e com o mercado de clientes (instituições financeiras e público investidor).

O comportamento dos *dealers* no mercado de títulos públicos no Brasil pode ser analisado de duas maneiras: observando como financiam suas posições em LTN e, em segundo lugar, verificando como atuam na criação de um mercado para os títulos públicos. No que se refere ao financiamento das carteiras, já foi salientado anteriormente que os *dealers* concentram suas operações nas compras e vendas diárias, com predominância das cartas de recompra a curtíssimo prazo. Nesse sentido, a atuação deles é indistinguível do comportamento das demais instituições financeiras que operam no mercado de títulos públicos.

Quanto ao segundo aspecto — o da criação de um amplo mercado para os papéis do governo — o que se verifica na realidade é uma concentração excessiva do estoque de LTN em poder dos *dealers*, o que transforma o mercado aberto em um mercado *interdealer*. A fim de se ter uma idéia da participação relativa dos *dealers*

⁶ Embora a experiência com operações do Sistema Especial de Liquidação e Custódia de LTN (SELIC) seja bem recente, observou-se que a introdução do *clearing*, ao eliminar o cheque administrativo nas transações com LTN, reduziu as flutuações diárias na taxa de juros que se relacionam ao movimento da compensação bancária.

no mercado de LTN, utilizou-se como termo de comparação o valor dos estoques de títulos do governo americano em poder dos *dealers* daqueles mesmos papéis nos Estados Unidos. A Tabela 7 mostra a participação dos *dealers* de títulos do Tesouro americano em relação ao total dos títulos governamentais em circulação e também em comparação ao estoque de títulos federais em poder dos investidores privados.

TABELA 7 — Estoque dos *Dealers* no Mercado de Títulos Federais — EUA

Período	Estoque dos Títulos do Tesouro (em US\$ milhões)		Posição <i>Dealers</i>	Participação (em %)	
	A	B		C/B	C/A
1975	363.121	255.860	5.884	2,30	1,62
1976	421.276	307.820	7.592	2,46	1,80
1977	459.927	344.315	5.172	1,50	1,12
junho de 1978	477.699	353.660	2.924	0,82	0,61

Notas:

- Estoque de títulos do governo americano.
- Estoque de títulos do governo americano em poder dos investidores privados.
- Saldo líquido (em US\$ milhões) de títulos americanos detidos pelos *dealers* bancários e não-bancários, incluindo títulos que foram vendidos com carta de recompra; média de dados diários.

Fonte: Bulletin [5].

Observa-se através da Tabela 7 que o valor da carteira dos *dealers* (existem atualmente 36 instituições financeiras *dealers* em títulos do Tesouro) representa apenas cerca de 2,0% do saldo de títulos governamentais em poder dos investidores privados e apenas aproximadamente 1,4% do saldo dos títulos do Tesouro em circulação.

Dados comparáveis para o mercado brasileiro são naturalmente de difícil obtenção, pois não existem estatísticas do Banco Central que informem a posição dos *dealers*. Todavia, pode-se ter uma idéia aproximada da importância relativa da carteira dos *dealers* em LTN, em relação ao porte do mercado como um todo. Para tanto, foram selecionadas 14 instituições financeiras que, de acordo com informações de alguns operadores do *open*, desempenham as funções de *dealers* de LTN⁷. Como indicador do montante da carteira de títulos governamentais de curto prazo em poder de cada um deles, tomou-se o total dos compromissos de recompra lastreados em LTN. As informações referem-se a apenas um mês, o de abril de 1978,

⁷ As seguintes instituições foram consideradas como *dealers* no mercado de LTN: Bradesco, Real, Itaú, Bib, Multiplic, Omega, Marka, BCN, Comind, Garantia, Bamerindus, Escritório Levy, Mercantil Finasa e Open.

mas tudo indica que a situação descrita tenha permanecido praticamente inalterada. A soma dos compromissos de recompra dos *dealers* foi então comparada ao total de LTN em circulação e ao total em mãos do setor privado. A seguir apresentamos os resultados.

- a) Saldo de LTN emitido (em Cr\$ bilhões) = 147,5
- b) Saldo de LTN em poder do investidor privado (em Cr\$ bilhões) = 103,4
- c) Saldo de operações de recompra de 14 *dealers* (em Cr\$ bilhões) = 45,9
- d) c/b (em %) = 44,4
- e) c/a (em %) = 31,1

Conclui-se destes dados que os *dealers* detinham 31,1% do estoque total de LTN e quase 45% do saldo desses mesmos títulos em mãos do setor privado da economia. Salienta-se que as cifras brasileiras não são estritamente comparáveis às americanas, pois nas últimas estão incluídos todos os títulos do Tesouro americano, enquanto os dados brasileiros se referem somente às LTN, não incluindo as ORTN. Apesar disso, acredita-se que a inclusão das ORTN provavelmente não mudaria muito o quadro acima, indicativo de uma grande concentração de papéis públicos em poder de um número reduzido de instituições financeiras⁸.

Se os *dealers* detêm uma posição tão predominante do estoque de LTN em poder dos investidores privados, pode-se também concluir que certamente têm também uma participação dominante na negociação diária com LTN. Daí, a conclusão de que, na verdade, o mercado aberto em títulos governamentais reduz-se a um mercado *interdealer*, onde a participação das demais instituições financeiras e dos investidores individuais (pessoas jurídicas e físicas) é bastante reduzida.

Uma das causas da concentração do estoque de LTN em mãos dos *dealers* pode ser atribuída ao desinteresse desses últimos em criar uma rede de instituições financeiras *brokers*, encarregadas da disseminação dos papéis do Tesouro junto ao público investidor. O papel principal dos *brokers* seria o da distribuição dos títulos públicos no "varejo" e a aplicação das informações a respeito das condições de negociação (taxas cotadas, prazos, liquidez etc.).

⁸ Com a inclusão das ORTN, os *dealers* passaram a deter 31,6% do total de títulos públicos em poder dos investidores privados e 18,3% do saldo dos títulos públicos em circulação.

3.4. A segmentação do mercado de financiamento

Um outro problema que afeta o funcionamento do *open-market* no Brasil é a diferenciação entre as instituições ligadas a bancos comerciais e as corretoras e distribuidoras independentes. Esta diferenciação se apresenta mais clara no que se refere ao acesso a fontes de financiamento para o estoque de títulos em poder dos intermediários. As instituições ligadas a bancos comerciais dispõem de duas alternativas para o financiamento de suas carteiras de títulos, a saber: as operações com cheques BB e o acesso ao redesconto do Banco Central.

Quanto ao redesconto, sua taxa é determinada pelas autoridades monetárias, levando-se em conta os objetivos governamentais de expansão ou restrição do crédito. Por outro lado, as taxas de juros sobre as operações interbancárias são determinadas pela disponibilidade de, e procura por, reservas bancárias. Apesar de suas oscilações diárias, as taxas de juros para operações com cheques BB têm se mantido **consistentemente abaixo** das taxas de financiamento de transações com LTN no mercado secundário. Isto pode ser observado na Tabela 8, que compara as taxas médias mensais de LTN e cheques BB, no período de janeiro a setembro de 1978. A terceira coluna indica a diferença percentual entre aquelas duas taxas de financiamento. Verifica-se que, em média, as taxas de financiamento de LTN excederam as taxas de cheques BB em 29%. Desta maneira, pode-se concluir que as instituições vinculadas a bancos comerciais dispõem de uma fonte adicional de recursos, para o financiamento de suas posições, a preços menores do que os incidentes sobre as operações normais de financiamento dos estoques de LTN em poder das entidades independentes.

A diferenciação do mercado, entretanto, não se dá apenas ao nível do acesso a financiamento. Ela se torna mais clara quando o mercado experimenta algum sinal da crise, associado a problemas de liquidez que afetam instituições financeiras isoladas. Os acontecimentos ocorridos no mercado monetário no segundo semestre de 1978 revelam o comportamento diferencial dos agentes financeiros em situação de instabilidade. O que ocorre é a segmentação do mercado monetário em dois submercados: o primeiro formado pelos bancos comerciais e entidades ligadas a bancos, e o segundo constituído pelas instituições independentes. Estes submercados funcionam como compartimentos estanques. Não há fluxo de recursos entre os dois subsistemas, sendo que as taxas de juros permanecem em níveis diferentes, sem nenhuma tendência à igualação. Em geral, as taxas de juros permanecem mais elevadas no submercado das instituições independentes. Esta separação do mercado monetário, ao invés de contribuir para sanar as dificuldades temporárias, tende a agravá-las, ao aumentar o nível de risco nas operações do submercado independente, provocando, assim maior instabilidade no mercado como um todo.

TABELA 8 – Taxas Médias de Financiamento (Médias Mensais das Taxas Diárias)

Meses	LTN	Cheques BB	Diferença Percentual
janeiro	3,17	2,15	47,4
fevereiro	3,04	2,18	39,4
março	2,70	2,01	34,3
abril	2,99	2,44	22,5
maio	2,32	1,96	18,4
junho	2,76	2,17	27,2
julho	3,34	2,67	25,1
agosto	2,09	1,66	26,0
setembro	3,36	2,76	21,7
média			29,1

Fonte: Dados Estatísticos [6].

Finalmente, deve-se mencionar a existência de um terceiro tipo de diferenciação no mercado monetário. Esta última tem por base a localização geográfica dos agentes financeiros. Observa-se que o acesso a determinadas fontes de financiamento se restringe às instituições sediadas, ou que mantenham escritórios ou filiais, na cidade do Rio de Janeiro. Esses recursos não se acham disponíveis para operadores situados em outros locais, sem embargo de que a transferência de fundos de uma cidade a outra pode ser feita rapidamente e com segurança, em vista das facilidades de comunicação existentes no mercado.

Aquela diferenciação revela-se tanto mais inexplicável, porque não se baseia em nenhum critério objetivo, tal como competência operacional, experiência, porte, ou qualquer outro atributo econômico-financeiro das instituições que se utilizam daquelas fontes adicionais de financiamento. Além disso, ela se origina de decisões administrativas, que não refletem as vantagens locais específicas, que poderiam conferir ao Rio de Janeiro uma eventual posição de centro financeiro do país.

4. Sugestões para Aperfeiçoamento do Mercado

A análise desenvolvida nos itens anteriores permite-nos extrair algumas sugestões, que podem contribuir para o aperfeiçoamento do mercado aberto no Brasil. O princípio básico que norteia o presente trabalho é o de que este mercado é um instrumento flexível e eficiente para o ajustamento da liquidez dos agentes econômicos. Sua utilização criteriosa pode resultar em benefícios para toda a sociedade. Recursos já foram dispendidos na implementação daquele mecanismo entre nós; o Banco Central, as instituições financeiras e os investidores já acumularam razoável

experiência nas operações cotidianas do mercado monetário nos últimos 10 anos. Esses recursos e experiências constituem um ativo que deve ser aproveitado em um esforço conjunto das autoridades monetárias, instituições financeiras e do público, para o aperfeiçoamento do mercado.

As sugestões aqui formuladas enquadram-se em dois níveis distintos: as que se referem à organização do mercado, e as que dizem respeito ao seu mecanismo operacional.

4.1. Organização do mercado

Como salientado nos itens anteriores, o mercado monetário ainda não evoluiu suficientemente para criar um mecanismo adequado de distribuição dos títulos públicos federais. Em consequência disso, as instituições financeiras *dealers* detêm uma participação bastante elevada tanto no estoque, quanto nas negociações com LTN. Essa concentração das operações em um número restrito de intermediários é favorecida também por uma outra característica do mercado, que é a predominância das operações de curtíssimo prazo para o financiamento das carteiras. No caso de dificuldades transitórias para a colocação de papéis no mercado, o *dealer* conta com a possibilidade de financiamento realizado pela própria DEDIP, a taxas geralmente inferiores às de rentabilidade dos respectivos títulos. Nessas condições, os *dealers* não se sentem motivados a executar esforços para a colocação definitiva dos papéis, quer junto a clientes finais, ou mesmo junto a uma rede de instituições *brokers*, as quais se encarregariam de disseminação dos títulos em mercado.

Presume-se que a melhoria nos canais de distribuição dos papéis iria resultar em uma ampliação do mercado, bem como em um melhor desempenho do mesmo, o que, sem dúvida alguma, poderia contribuir beneficentemente para a condução da política monetária⁹.

Uma das medidas que levaria ao aperfeiçoamento dos canais de distribuição dos títulos federais seria o da *institucionalização da ligação dealer-broker* no mercado monetário. Isto seria feito mediante exigência de que cada *dealer* credenciasse

⁹ Em artigo recente, o Prof. K. Garbade [8] apresenta um modelo de simulação para verificar o efeito da introdução de *brokers* no mercado *interdealer* de títulos do Tesouro norte-americano. Sua principal conclusão é a de que o *broker* contribui para facilitar a arbitragem e reduzir a dispersão das taxas de juros, o que possibilitaria o aumento da eficiência transacional daquele mercado.

um número determinado de *brokers*, cuja função principal seria promover a mais ampla disseminação dos títulos públicos. Aquela vinculação teria as seguintes características:

- a) O *broker* seria basicamente um agente comprador ou vendedor de títulos públicos federais em nome de seus clientes; como tal, não assume a propriedade dos títulos negociados;
- b) O credenciamento de cada *broker* seria feito considerando-se principalmente a conduta da instituição no mercado e, subsidiariamente, outros fatores, como capital e reservas, posição da carteira de papéis;
- c) Entende-se que o credenciamento do *broker* configura um privilégio concedido àquele último e, como tal, é inalienável, intransferível e inegociável. A qualquer momento, o *dealer* poderá retirar o privilégio, em função de desempenho insatisfatório por parte do *broker*;
- d) O *dealer* comprometer-se-ia a realizar o melhor esforço para repassar aos *brokers* uma determinada quantidade de novos papéis que são lançados nos leilões semanais do Banco Central;
- e) Os *brokers* comprometer-se-iam a realizar o melhor esforço para colocar os títulos emitidos a cada semana junto a clientes finais, promovendo, desta maneira, o alargamento dos prazos de colocação dos papéis;
- f) O *dealer* comprometer-se-ia a oferecer **garantia de financiamento** para os títulos em poder dos *brokers*, quando por estes solicitados e visando atender uma situação temporária de iliquidez. Aqueles financiamentos seriam realizados às taxas de juros de mercado e sua utilização ficaria a critério da instituição *broker*; o financiamento aqui referido poderia ser realizado através de uma operação de **carta de revenda**, pela qual o *dealer* se compromete a adquirir os títulos em poder dos *brokers* e, ao mesmo tempo, a revendê-los aos detentores originais, decorrido certo período; e
- g) *Dealers* e *brokers* comprometer-se-iam a colaborar da maneira mais estreita possível para o bom funcionamento do mercado aberto, seja através do intercâmbio de informações, análises etc., seja pelo cumprimento de práticas operacionais aceitas pelas instituições e pelo Banco Central, ou através de qualquer outro meio que concorra para aumentar a eficiência e a estabilidade do mercado monetário.

4.2. Mecanismos operacionais do mercado

Como indicados no item 3.4, o mercado de financiamento de títulos públicos federais apresenta algumas distorções causadas por arranjos institucionais que provocam, na prática, uma segmentação das instituições financeiras em dois grupos: bancos comerciais e instituições ligadas a bancos, de um lado, e entidades independentes, de outro. Esta diferenciação dá-se através de restrições e fontes de financiamento. Por outro lado, um mercado efetivamente aberto, competitivo e eficiente implica que todas as instituições tenham acesso às fontes de financiamento, desde que elas se disponham a pagar o preço de mercado pelos recursos.

Para a eliminação de restrições existentes no mercado de financiamento, sugerem-se as seguintes medidas:

- a) *Acesso das instituições independentes ao mercado de cheques BB* — atualmente, já existe a possibilidade de acesso de entidades independentes ao mercado de cheques BB. Isto é feito indiretamente através de um banco comercial, sendo a operação lastreada em LTN. A legitimação de tais operações e sua concordância por parte do Banco Central deveriam ocorrer restritas às operações de financiamento de carta de recompra por um dia de prazo pelas instituições independentes¹⁰;
- b) *Acesso de todas as instituições a mecanismos de financiamento, independente da localização geográfica* — o objetivo desta medida é eliminar as restrições existentes ao acesso de instituições financeiras a algumas fontes de financiamento, notadamente as que centralizam suas operações na cidade do Rio de Janeiro. Isto poderia ser efetivado através de uma descentralização das operações da GEROF (Gerência de Operações Financeiras do Banco do Brasil) e do DEDIP (Departamento da Dívida Pública do Banco Central). Estas agências poderiam inicialmente estender suas operações a São Paulo e, posteriormente, a outras capitais; e
- c) *Ampliação da faixa de títulos aceitos para operação de recompra com o DEDIP* — atualmente, as operações com compromissos de recompra, conduzidas por instituições financeiras com o DEDIP, são realizadas mediante a entrega do Banco Central de LTN em poder da instituição financeira. Nenhum outro papel é aceito para aquela finalidade, o que confere à LTN um

¹⁰ Este problema foi praticamente eliminado com a introdução do SELIC, na segunda semana de novembro de 1979, pois todas as negociações com LTN se fazem com reservas bancárias. Todavia, os cheques administrativos ainda são utilizados nas negociações com os demais papéis transacionados no mercado monetário.

prêmio, relativamente aos outros papéis negociados no mercado aberto (além das vantagens relativas ao fato de ser um papel emitido pelo Tesouro). Uma ampliação no conjunto de papéis que servisse de lastro às operações de financiamento entre o DEDIP e os intermediários financeiros aumentaria a capacidade de cada instituição em financiar suas posições. Isto contribuiria para melhorar a "qualidade" das carteiras das instituições, ao aumentar o número de papéis aceitos para colateral. Numa primeira etapa, os títulos dos Tesouros estaduais e municipais poderiam gozar dos mesmos privilégios dos títulos do Governo Federal, no que se refere à sua aceitabilidade para operações de financiamento com o Banco Central. Isto poderia, eventualmente, facilitar a negociabilidade dos títulos das dívidas estaduais e municipais no mercado monetário. Importa salientar, no entanto, que a possibilidade de o Banco Central financiar as posições de carteiras não significa a obrigatoriedade de o mesmo fazê-lo em qualquer circunstância. Em outras palavras, o acesso ao financiamento oficial deve funcionar, à semelhança das operações de redesconto de liquidez aos bancos comerciais, como válvula de escape, que existe para não ser utilizada, a não ser em última instância¹¹

Para concluir, é importante reafirmar que as sugestões aqui esboçadas não constituem uma panacéia para resolver todos os problemas do mercado aberto no Brasil. Como já indicado por vários estudiosos do assunto, algumas medidas mais amplas são imprescindíveis, tais como a reorganização do conjunto das autoridades monetárias no país, a reestruturação do sistema financeiro, a eliminação do crédito subsidiado, e outras mais. Contudo, a ênfase apenas nas medidas de caráter macroeconômico pode se revelar inócua, se elas não forem complementadas por um esforço das próprias instituições financeiras em busca de uma estrutura de mercado mais competitiva e mais sólida. Algumas das sugestões contidas no presente trabalho podem contribuir para que este último objetivo seja alcançado.

BIBLIOGRAFIA

¹ BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório 1976*. Brasília, Departamento Econômico, 1977.

² ———. *Relatório 1977*. Brasília, Departamento Econômico, 1978.

¹¹ A sugestão para o aumento do número de ativos financeiros aceitos para operações com o Banco Central encontra suficiente respaldo na literatura especializada. O Prof. H. Minsky [9], por exemplo, vai mais longe, ao sugerir que um Banco Central que se dispõe a comprar qualquer tipo de ativo financeiro, que ele julgue necessário para evitar instabilidade no mercado, constitui um requisito fundamental para o funcionamento de um sistema financeiro complexo.

³ ———. *Relatório 1978*. Brasília, Departamento Econômico, 1979.

⁴ BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. Brasília, Departamento Econômico, v. 14, n. 12, pp. 1-263, dez. 1978.

⁵ BULLETIN. New York, Federal Reserve Bank of New York, Sept. 1978.

⁶ DADOS ESTATÍSTICOS. Rio de Janeiro, ANDIMA, jan.-nov. 1978.

⁷ DEPOIMENTO do Sr. Julian Magalhães Chacel na Câmara dos Deputados. *Jornal do Brasil*, Rio de Janeiro, 18 ago. 1978.

⁸ GARBADE, Kenneth D. The effect of interdealer brokerage on the transactional characteristics of dealer market. *The Journal of Business*, Chicago, Ill., The Graduate School of Business of the Univ. of Chicago, v. 51, n. 3, pp. 477-98, July 1978.

⁹ MINSKY, Hyman P. Financial intermediation in the money and capital markets. In: PONTECORVO, G. & HART A. *Issues in banking and monetary analysis*. New York, Holt-Rinehart and Winston, 1967.

¹⁰ O MERCADO dos dealers de títulos do Governo dos E.U.A. *Revista da ANDIMA*, Rio de Janeiro, fev. 1979. Separata nº 32.

¹¹ MONEY markets instruments. 3rd. ed. Cleveland, Ohio, Federal Reserve Bank of Cleveland, 1979.

¹² REVISTA DA ANDIMA. Rio de Janeiro, ANDIMA, set. 1978.

¹³ ———. Rio de Janeiro, ANDIMA, out. 1978.

¹⁴ ———. Rio de Janeiro, ANDIMA, nov. 1978.

¹⁵ ———. Rio de Janeiro, ANDIMA, dez. 1978.

¹⁶ SILVA, Peri Agostinho da. *Desenvolvimento financeiro e política monetária, aspectos recentes*. São Paulo, USP. Faculdade de Economia e Administração, 1978. [Tese de mestrado, não publicada]

¹⁷ SOUZA, Cesar Manoel de. Transcrição do trabalho elaborado pela Diretoria da ANDIMA a Comissão Consultiva Bancária. *Revista da ANDIMA*, Rio de Janeiro, ANDIMA, pp. 5-10, dez. 1978.

Mercado de Capitais

movido a IBMEC

A informação em ação



Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas
Suplemento ANEXO à Rbmec

Assine a Revista Brasileira de Mercado de Capitais

IBMEC - Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais
RIO - Av. Beira Mar, s/n.º - ANEXO ao MAM - CEP 20021 - Tel.: 242-2343 e 283-9222 R. 72 - Caixas Postais 6047 e 6062 - CEP. 20101
SÃO PAULO - Rua Álvares Penteado, 151 (Edifício da Bolsa de Valores) 6.º andar - CEP. 01012 - Tel.: 258-7222 R. 250

LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

LEGISLAÇÃO*

Decreto-Lei n.º 1.688 – 26/07/79

— Estabelece que o benefício pecuniário previsto no art. 9.º, do Decreto-Lei n.º 1.351, de 24/10/74, com a redação dada pelo art. 1.º, do Decreto-Lei n.º 1.411, de 31/07/75, relativo a juros, comissões, despesas e descontos remetidos, creditados, pagos ou entregues a residentes ou domiciliados no exterior, não poderá ser superior a 50% do Imposto de Renda incidente sobre essas parcelas.

Resolução n.º 566 – BACEN – 20/09/79

— Fixa em 180 dias o prazo mínimo para recebimento dos depósitos a prazo, com ou sem emissão do certificado, pelos bancos comerciais, de investimento e de desenvolvimento.

Instrução n.º 07 – CVM – 21/09/79

— Dispõe que os certificados de ações, debêntures e partes beneficiárias de companhias abertas que tenham títulos admitidos à negociação em bolsa de valores, bem como as respectivas cautelas, podem ser autenticados com chancela mecânica, observadas as condições estabelecidas na presente Instrução.

* Esta parte foi organizada por Liane Maia Simoni, Pesquisadora do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC – e Gilda Parga Lassance de Oliveira, Assistente de Pesquisa deste Instituto.

Instrução nº 08 – CVM – 08/10/79

– Estabelece a proibição aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, de manipulação de preços, de realização de operações fraudulentas e do uso de práticas não-equitativas.

– Conceitua condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, operação fraudulenta e prática não-equitativa.

Instrução nº 09 – CVM – 11/10/79

– Aprova regulamento, anexo à própria Instrução, que dispõe sobre o registro de companhias para negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão e sobre a divulgação de informações referentes a essas companhias.

Decreto-Lei nº 1.700 – 18/10/79

– Suprime a exigência de registro das letras de câmbio e notas promissórias, estabelecida no art. 2º e seus parágrafos, do Decreto-Lei nº 427, de 22/01/69, e no art. 1º, § 11, do Decreto-Lei nº 1.042, de 21/10/69.

Decreto-Lei nº 1.704 – 23/10/79

– Estabelece alterações no Imposto de Renda das pessoas jurídicas referente ao exercício financeiro de 1980, ano-base 1979.

Deliberação nº 07 – CVM – 25/10/79

– Dispõe sobre as normas a serem obedecidas para a interposição de recurso das decisões proferidas pelos Superintendentes da Comissão de Valores Mobiliários.

Portaria nº 842 – M. F. – 31/10/79

– Dispõe que o resultado positivo decorrente de aumento do valor de investimento em sociedades coligadas e controladas, avaliado pelo valor de patrimônio líquido, tem o mesmo tratamento fiscal previsto na legislação do Imposto de Renda para os lucros apurados por filiais, sucursais, agências ou representações de sociedades domiciliadas no exterior.

EXTRATOS DE JURISPRUDÊNCIA*

ÍNDICE

1. Acionista (Bens Particulares de)	532
2. Acionista (Responsabilidade de)	532
3. Ações (Desapropriação de)	532
4. Ações (Falsificação de)	533
5. Assembléia Geral (Anulação de Deliberação da)	533
6. Companhia Holding	534
7. Emissão de Títulos	534
8. Instituição Financeira (Caracterização)	534
9. Instituição Financeira (Intervenção)	535
10. Lei da Usura	535
11. Sistema Financeiro de Habitação	537
12. Títulos Cambiais	538
13. Tributos (Cobrança de)	539
14. Tributos (Isenção de)	542

Extratos de Jurisprudência selecionados sobre legislação de Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras, relativos ao período de 14 de junho a 31 de outubro de 1979, do Supremo Tribunal Federal e Tribunal Federal de Recursos.

* Esta parte foi organizada por Maria Cristina de Souza Barbosa, Assistente de Pesquisas do Departamento de Estudos e Pesquisas do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC – e por Ariadna Bohomoletz Gaal, estagiária do referido Instituto.

1. Acionista (Bens Particulares de)

"(...) Penhora em bens de acionistas de sociedade anônima.

Incabível a penhora em bens particulares do sócio de sociedade anônima, na qual se transformou sociedade por cota de responsabilidade limitada, se é certo que sequer era diretor da empresa o embargante no período abrangido pelo débito. Além disso, a executada entrou em processo de falência da qual não era síndico o embargante, nada mesmo tendo vindo aos autos a justificar desejar a Fazenda Nacional responsabilizá-lo pelo débito. (...)"

(REO 52.490/TFR, 13/6/79, publicado no DJU de 16/8/79, nº 157, p. 6.036)

2. Acionista (Responsabilidade de)

"(...) Responsabilidade Tributária: Acionistas.

Embargos de Terceiros. Na sociedade anônima, respondem os acionistas pela dívida da empresa, nos limites do que cada um recebeu na partilha dos bens sociais (Decreto-lei nº 2.627, de 26.09.40, art. 145). (...)"

(AI 38.451/TFR, 26/5/76, publicado no DJU de 27/7/79, nº 143, p. 5.584)

"(...) Responsabilidade Tributária — Acionistas.

Embargos de Terceiros. Na sociedade anônima, respondem os acionistas pela dívida da empresa, nos limites do que cada um recebeu na partilha dos bens sociais (Decreto-lei nº 2.627, de 26.9.40, art. 145)."

(AC 49.948/TFR, 9/2/79, publicada no DJU de 27/7/79, nº 143, p. 5.573)

3. Ações (Desapropriação de)

"(...) Processo Civil. Competência. O simples controle acionário, assumido pela União Federal mediante desapropriação de 51% das ações de certas empresas, não impõe o privilégio do foro federal, desde que não se alterou a natureza jurídica nem se diluiu a personalidade jurídica de cada uma delas. Sentença que, por tal motivo, se anula."

(AC 55.293/TFR, 29/5/79, publicada no DJU de 5/9/79, nº 171, p. 6.588)

4. Ações (Falsificação de)

"(...) Competência. Falsificação de Títulos.

Não sendo a União sujeito passivo do delito de falsificação de ações de sociedade anônima, ainda que de economia mista, incompetente é a Justiça Federal para conhecer e julgar denúncia com tal fundamento de fato."

(CC 3.539/TFR, 3/5/79, publicado no DJU de 5/9/79, nº 171, p. 6.572)

5. Assembléia Geral (Anulação de Deliberação da)

"(...) Mandado de Segurança. Refoge a via excepcional do mandado de segurança o exame de matéria de fato já apreciada pelas autoridades administrativas e, de resto, já superadas com o atendimento das determinações da autoridade superior.

Os aumentos de capital da Companhia Mineira de Cimento Portland S.A. — COMINCI — resultaram da aprovação unânime das respectivas assembléias-gerais, de que participaram os impugnantes, que eram ao tempo acionistas da empresa. A ação para anular essas deliberações é privativa dos acionistas ausentes, ou dos que, presentes não concorreram com o seu voto para elas, como mostram os nossos autorizados comercialistas, e prescreve no prazo de um ano.

Induvidosa a competência do Ministro de Estado para autorizar os aumentos de capital das empresas de mineração. (art. 82 do Cód. de Mineração).

Se o Presidente da República omitiu-se na apreciação do recurso interposto pelos impetrantes do despacho ministerial, contra essa suposta omissão só seria cabível o mandado de segurança contra aquela autoridade da República, perante o Supremo Tribunal Federal, com competência constitucional privativa para apreciar e decidir, em processos de mandado de segurança dos atos praticados pelo Chefe de Governo.

Denega-se a segurança. (...)"

(AMS 69.130/TFR, 4/12/72, publicado no DJU de 13/9/79, nº 176, p. 6.809)

6. Companhia Holding

"(...) Sociedade anônima. Empresas HOLDING e as empresas subsidiárias. Cabe nas empresas Holding a alienação das ações subsidiárias. A vontade social nas empresas fictícias. Validade dos atos do diretor, reconhecida pelo exame das provas gerais e dos contratos.

II. Recursos Extraordinários que se não conhece, fundado na Súmula 354, 355, 284, 454, 279 e 291 (R.I., art. 305)."

(RE 88.591-9/STF, 5/6/79, publicado no DJU de 31/8/79, nº 168, p. 6.470)

7. Emissão de Títulos

"(...) Mercado de capitais. Sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários – entidades que o constituem. Emissão de títulos ou valores mobiliários. Em que consiste. Fatos a isto equiparados e proibição dos mesmos a certas pessoas ou empresas que não as relacionadas no art. 5º da Lei nº 4.728/65. O sócio majoritário, ou que detém o controle da empresa emissora de títulos, não pode revender os de sua propriedade senão através de uma daquelas entidades. Infringência ao art. 16 da referida lei e medidas que podem ser tomadas pelo Banco Central. Cabe determinação de imediata cessação das vendas (art. 16, § 3º), mas a pena de multa só se aplica em caso de desobediência, contumácia ou reincidência (art. 4º, § 6º, desse diploma e art. 44, § 2º, da Lei nº 4.595/64)."

(MS 85.187/TFR, 9/11/78, publicado no DJU de 26/9/79, nº 185, p. 7.175)

8. Instituição Financeira (Caracterização)

"(...) Juros sobre Empréstimos entre Particulares. Decisão que considerou vigente, quanto a tais negócios, o art. 1º do Decreto nº 22.626/33, e que negou a equiparação às instituições financeiras, do particular que não atendeu aos requisitos do art. 18 da Lei nº 4.595/64, não fez ofensa ao art. 153, § 1º da Constituição. Relevância da questão federal. Impossibilidade, todavia, de seu exame, por absoluta deficiência formal do Recurso Extraordinário. Não conhecimento do apelo."

(RE 87.653-7/STF, 26/6/79, publicado no DJU de 17/8/79, nº 158, p. 6.060)

9. Instituição Financeira (Intervenção)

"(...) Competência. Financeira sob intervenção do Banco Central do Brasil. Ato relativo a seus negócios com terceiros.

Conquanto responda o Banco pelos prejuízos que seu preposto, nessa qualidade cause à empresa sob intervenção ou a terceiro (art. 107 da Constituição), os atos de economia interna da empresa praticados pelo interventor são atos dela, assim devendo ser tratados no seu relacionamento com terceiros. Competência do Juiz da concordata para julgar impugnação de crédito por ela declarado."

(CC 3.521/TFR, 5/4/79, publicado no DJU de 5/9/79, nº 171, p. 6.572)

10. Lei da Usura

"(...) Caixa Econômica Federal. Taxa de Serviço.

'As disposições do Decreto 22.626, de 1933 não se aplicam às taxas de juros e aos outros encargos cobrados nas operações realizadas por instituições públicas ou privadas, que integram o sistema financeiro nacional.' (Súmula 596 do STF).

Sentença reformada. (...) "

(AC 45.231/TFR, 1/3/79, publicada no DJU de 12/9/79, nº 175, p. 6.757)

"(...) Administrativo – Habitação – Instituição Financeira – Contrato de Mútuo – Lei 4.595/64 – Decreto nº 22.626/33.

I – Não se enquadrando o mútuo nas disposições da Lei 4.380/64 – Plano Nacional de Habitação, não há falar na limitação da taxa de serviços (Decreto nº 63.182/68, art. 2º, "e"). Aplicação da Súmula nº 596, do STF.

II – Recurso desprovido."

(AC 45.398/TFR, 16/4/79, publicada no DJU de 5/9/79, nº 171, p. 6.587)

"(...) Taxa remuneratória de serviço.

Segundo a jurisprudência prevalente no Supremo Tribunal Federal (Súmula 596), com base na L. 4.595/64, não incide, para limitação da taxa, o art. 1º da chamada lei de usura, D. 22.626/33.

Ação devolutória ajuizada contra a Caixa Econômica Federal julgada improcedente.

Reforma da sentença de 1º grau."

(AC 44.955/TFR, 14/5/79, publicada no
DJU de 3/10/79, nº 190, p. 7.371)

"(...) Usura. Não é nula a taxa de serviço ou taxa de administração cobrada pela Caixa Econômica Federal em seus contratos de mútuo, visto como a L. 4.595/64 excluiu-a, como prestamista, da área de incidência da Lei de Usura (D. 22.626/33)."

(AC 43.401/TFR, 14/5/79, publicada no
DJU de 10/10/79, nº 195, p. 7.558)

"(...) Taxa remuneratória de serviço.

Segundo a jurisprudência prevalente no Supremo Tribunal Federal (Súmula 596) com base na L. 4.595/64, não incide, para limitação da taxa, o art. 1º da chamada lei de usura, D. 22.626/33.

Ação devolutória ajuizada contra a Caixa Econômica Federal julgada improcedente.

Reforma da sentença de 1º grau."

(AC 45.865/TFR, 14/5/79, publicada no
DJU de 3/10/79, nº 190, p. 7.371)

"(...) Ação rescisória. Taxa remuneratória. Infringência do Decreto número 22.626/33 (Lei de Usura). Improcedência com base na Súmula 343 do S.T.F.

II – Recurso extraordinário que se não conhece com invocação da Súmula 286, eis que a jurisprudência do S.T.F. se consolidou no mesmo rumo do acórdão recorrido. (RE nºs 89.983, 89.979, 89.833, 89.824, 89.469, 89.402 e 88.328)."

(RE 90.432-8/STF, 25/9/79, publicado no
DJU de 15/10/79, nº 197, p. 7.657)

11. Sistema Financeiro de Habitação

"(...) Administrativo. Habitação. Mútuo. Juros. Taxa de Abertura de Crédito. Limitação. Lei nº 4.380, de 1964, art. 6º. Decreto nº 63.182/68, art. 2º.

I. Mútuo realizado pela Caixa Econômica Federal, na qualidade de agente do Sistema Financeiro da Habitação. Limitação dos juros a 10% (dez por cento) ao ano (Lei nº 4.380/64, art. 6º). Facultada a cobrança de taxas de serviço, até o limite de 2% (dois por cento) ao ano, na forma do art. 2º, letra d, do Decreto nº 63.182/68. Ilegalidade da cobrança de comissões a título de "abertura de crédito", porque representam juros disfarçados.

II. Inaplicabilidade da Súmula nº 596 do Egrégio STF.

III. Recurso desprovido."

(AC 48.067/TFR, 7/5/79, publicada no
DJU de 5/9/79, nº 171, p. 6.578)

"(...) Banco Nacional de Habitação. Limite de juros e taxas fixados por circular desse Banco, com base no § 3º do artigo 39 da Lei 4.380/64.

– Aplicação da súmula 596, uma vez que o B.N.H. integra o sistema financeiro nacional, e não se demonstrou que o teto estabelecido na referida circular haja infringido limitação, aplicável ao sistema financeiro habitacional, determinado pelo C.M.N., no uso da atribuição que lhe é conferida pelo inciso IV do art. 4º da Lei 4.595/64.

Recurso extraordinário conhecido e provido."

(RE 90.554-5/STF, 25/5/79, publicado no
DJU de 3/7/79, nº 125, p. 5.159)

"(...) Caixa Econômica Federal.

Taxa de Serviços. Financiamento pela CEF, como integrante do Sistema Financeiro da Habitação. Decreto nº 63.182/68.

Tendo sido o contrato de financiamento para aquisição de casa própria firmado com CEF., esta aí na qualidade de integrante do Sistema Financeiro da Habitação, já após a vigência do Decreto nº 63.182/68, cabível a cobrança da taxa de serviço até o limite de 2% a.a. sobre o saldo devedor (art. 1º, letra "d"). Se entretanto já foi excedido tal limite, deve a Caixa restituir o que cobrou a maior. (...)"

(AC 40.442/TFR, 13/6/79, publicada no
DJU de 16/8/79, nº 157, p. 6.035)

"(...) Administrativo – Habitação – Mútuo – Juros – Taxa de Serviço – Limitação – Lei nº 4.380, de 2.964, art. 6º, Decreto nº 63.182/68, art. 2º.

I – Mútuo realizado pela Caixa Econômica Federal, na qualidade de agente do Sistema Financeiro da Habitação. Limitação dos juros a 10% (dez por cento) ao ano, Lei 4.380/64, art. 6º. Facultada a cobrança de taxas de serviço, até o limite de 2% ao ano na forma do artigo 2º letra "d" do Decreto nº 63.182/68.

II – Inaplicabilidade da Súmula nº 596 do Egrégio STF.

III – Recurso provido, em parte. (...)"

(AC 36.626/TFR, 20/6/79, publicada no DJU de 16/8/79, nº 157, p. 6.035)

12. Títulos Cambiais

"(...) Títulos cambiais.

Circulação em condições proibidas pela Lei número 4.728, de 14 de julho de 1965, artigo 17.

Multa prevista no § 4º do artigo 17 da Lei número 4.728.

Títulos emitidos pela Companhia Siderúrgica Mannesmann, a 18 de setembro de 1963, na vigência da Lei número 4.242, de 17 de julho de 1963, artigo 78, e seu § 1º, não registrados de acordo com o Decreto-lei número 286, de 28 de fevereiro de 1967, item I do Conselho Monetário Nacional.

Portadora que pretendeu cobrá-los, em ação ordinária, contra a emitente.

Incidência do disposto no artigo 4º do Decreto-lei 697, de 23.7.69.

Multa devida.

Executivo fiscal procedente.

Agravo de ré desprovido.

Recurso de ofício conhecido, como de interposto fora, e provido, em ordem a aplicar o disposto no artigo 1º do Decreto-lei número 1.025, de 21.10.69. (...)"

(AP 37.622/TFR, 16/2/79, publicada no DJU de 29/10/79, nº 207, p. 8.109)

13. Tributos (Cobrança de)

"(...) Imposto de Renda.

Aumento de capital com incorporação da reserva especial dependente de autorização governamental.

R.I.R. – arts. 286 e 291 e Lei 4.595/64 art. 10, inciso IX.

Fato gerador sujeito à condição suspensiva.

O fato gerador só tem lugar com a ocorrência de todas as situações contempladas na lei. O seu momento consumativo será aquele em que se concretizar a última das situações indicadas na hipótese legal.

Antes existe uma mera expectativa de direito, mas não uma relação tributária, ou direito ao crédito tributário.

Na hipótese vertente o fato gerador do imposto só se integrou com a ocorrência da condição legal consistente na aprovação dos estatutos da entidade bancária pelo órgão governamental.

Recursos desprovidos."

(Ag. Pt. 37.541/TFR, 9/10/78, publicado no DJU de 21/6/79, nº 117, p. 4.867)

"(...) Tributário – Imposto de Renda – Lucro Arbitrado – Distribuição Disfarçada de Lucros – Reflexo na Pessoa Física – R.I.R., Decreto Nº 58.400, de 1966, artigos 51, "b", 198, 252, 253 e 407.

I – Lançamento "ex officio" efetivado em relação à pessoa jurídica, por arbitramento do lucro (Decreto nº 58.400/66, art. 198, c.c. artigo 407). Reflexo na pessoa física (Decreto nº 58.400/66, artigos 51, "a", 252 e 253).

II – Recurso desprovido."

(AMS 79.677/TFR, 29/11/78, publicado no DJU de 22/7/79, nº 143, p. 5.583/84)

"(...) Imposto de Renda — Aumento de capital — Integralização por incorporação de bens importados sem cobertura cambial — (Instrução 113 da SUMOC).

— A Jurisprudência tranquilizou-se no sentido da inoccorrência de fato gerador, no caso de avaliação superior ao valor da importação do bem incorporado (art. 5º do DL. 2.627/40 e arts. 97, I, 102 e 103, do Decreto 47.373/59."

(REO 49.402/TFR, 14/2/79, publicado no DJU de 27/7/79, nº 143, p. 5.584)

"(...) Imposto de Renda. Lucros Extraordinários. Como tal não se conceitua o aumento de capital pelo uso de fundos ou reservas."

(AC 23.184/TFR, 2/5/79, publicada no DJU de 5/9/79, nº 171, p. 6.575)

"(...) Imposto de renda. Importação sem cobertura cambial. Incorporação dos bens, ao capital de empresa, por valor superior ao preço constante das faturas. Lançamento do imposto sob o fundamento de que a diferença representava lucro. Anulação do débito, com a procedência da ação ordinária. Inoccorrência de negativa de vigência ao direito federal. Recurso extraordinário, pela letra a, não conhecido."

(RE 81.036-6/STF, 15/5/79, publicado no DJU de 18/6/79, nº 114, p. 4.735)

"(...) Imposto de Renda. A amortização de ações das sociedades anônimas se exclui da tributação, antes da vigência da Lei 2.862/56, conforme determinação textual do art. 96, inciso 5º, do Decreto 36.773/55."

(AC 23.904/TFR, 16/5/79, publicada no DJU de 12/9/79, nº 175, p. 6.754)

"(...) Imposto de Renda. Incorporação de empresa.

Responsabilidade da incorporadora nos termos do artigo 132, Caput, do C.T.N. — É inviável a relevação dos efeitos da incorporação instrumentada por ato jurídico perfeito e acabado, a pretexto de transferir-se a responsabilidade tributária da sociedade incorporada a terceira pessoa (que não a incorporadora) constituída para dar continuação à sua atividade principal. Se fraudulenta ou simulada a incorporação tal não se dirá senão que por ação própria para anulação do respectivo ato."

(AC 57.900/TFR, 25/5/79, publicada no DJU de 20/6/79, nº 116, p. 4.816)

"(...) Tributário. Imposto de Renda. Verba de Representação.

A verba de representação dos diretores integra a remuneração, para efeito do art. 16 do Decreto-lei nº 401/68."

(AC 48.557/TFR, 25/5/79, publicada no DJU de 3/10/79, nº 190, p. 7.372)

"(...) Imposto de Renda. — Aumento de Capital de Giro com utilização de reservas, a teor da Lei nº 4.663, de 1965. — Isenção. — Precedentes do T.F.R. — Sentença confirmada."

(AC 34.312/TFR, 8/6/79, publicada no DJU de 3/10/79, nº 190, p. 7.368)

"(...) Imposto de Renda. Incorporação de empresa.

Responsabilidade da incorporadora, nos termos do artigo 132, "Caput", do C.T.N.

É inviável a relevação dos efeitos da incorporação instrumentada por ato jurídico perfeito e acabado, a pretexto de transferir-se a responsabilidade tributária da sociedade incorporada a terceira pessoa (que não a incorporadora) constituída para dar continuação à sua atividade principal. De fraudulenta ou simulada a incorporação, tal não se dirá senão que por ação própria para anulação do respectivo ato. (...)"

(AC 57.900/TFR, 20/6/79, publicada no DJU de 16/8/79, nº 157, p. 6.040)

"(...) Tributário. Imposto de Renda. Arbitramento de lucro.

Não pode prevalecer o arbitramento de lucros realizado pelo Fisco com base na falta de apresentação, pela empresa, de escrita regular, quando resulta provado que seus livros se achavam, na oportunidade, apreendidos pela Polícia Federal; e, em perícia judicial, se demonstra que as declarações de rendimento que motivaram a ação fiscal batiam corretamente com esses livros."

(AC 55.452/TFR, 31/8/79, publicada no DJU de 31/10/79, nº 209, p. 8.193)

14. Tributos (Isenção de)

"(...) Imposto de Renda. Serviços técnicos prestados por empresa estrangeira no exterior, mediante contrato. Aplicação do Decreto-lei nº 1.418/75. Entendimento de que o disposto no citado Dec. lei não pode alcançar situação perfeitamente configurada anterior à sua vigência. Sentença que se confirma para conceder a segurança."

(AMS 79.896/TFR, 17/11/78, publicado no DJU de 15/8/79, nº 156, p. 6.000)

"(...) Imposto de renda. Não incide sobre a remessa para o exterior de numerário destinado a pagamento de serviços prestados por empresa que não opera no Brasil, mas incide sobre remessa feita a título de reembolso de despesas realizadas, que representam empréstimo (Súmulas 585 e 586 do Egrégio Supremo Tribunal Federal). Reforma parcial de sentença, para restringir a devolução de depósitos às quantias relativas à remuneração de serviços técnicos prestados no exterior, devolução que, se não efetuada dentro de 60 dias da data em que a decisão se tornar exequível, se deverá dar com correção monetária, calculada a partir de tal momento."

(AC 36.508/TFR, 23/5/79, publicada no DJU de 31/10/79, nº 209, p. 8.186)

"(...) Imposto de Renda. Serviços técnicos prestados unicamente no exterior. Não incidência."

Não incide imposto de renda sobre numerário remetido para o exterior para pagamento de serviços técnicos ali prestados por residentes ou domiciliados no estrangeiro a brasileiros. Inaplicação dos arts. 292 e 293 do RIR, aprovado pelo Decreto nº 58.400/66. Situação legal à época. (...) "

(AMS 78.277/TFR, 6/8/79, publicado no DJU de 29/10/79, nº 207, p. 8.117)

"(...) Remessa de numerário para pagamento de serviços prestados no Exterior. — Decreto-lei nº 1.418/75. Irretroatividade."

Embora o Decreto-lei nº 1.418/75 disponha em contrário à jurisprudência predominante de não incidência do imposto de renda nas remessas de numerário para pagamento de serviços técnicos prestados no exterior, por empresas ali sediadas (art. 6º), não pode alcançar situação anterior à sua vigência.

Apelação provida. (...) "

(AMS 79.861/TFR, 8/8/79, publicado no DJU de 29/10/79, nº 207, p. 8.117)

REVISTA BRASILEIRA DE MERCADO DE CAPITAIS

**VOLUME 5
1979**

**Uma Publicação Quadrimestral do
Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais**

Rio de Janeiro, Brasil

EXPEDIENTE

Diretor Responsável
Horacio de Mendonça Netto

Editor
Maria Bárbara Levy

Coordenador Editorial
Learte Saint-Clair

Secretária Executiva
Ângela Ximenes de Abreu

CONSELHO EDITORIAL

Horacio de Mendonça Netto
Helio O. Portocarrero de Castro
João Regis Ricardo dos Santos
José Luiz Melo
Maria Bárbara Levy
Nelson Laks Eizirik
Paulo Roberto Nunes Guedes
Pedro Carvalho de Mello
Walter Lee Ness, Jr.

ÍNDICE GERAL

— em ordem de apresentação —

Rbmec n: 13

ARTIGOS

Auto-Regulação: Perspectivas após o "Caso Cepalma" — Nelson Laks Eizirik	7
A Inter-Relação Histórica entre Investimento Estrangeiro e Comércio Exterior nas Relações Econômicas Brasil/Alemanha Ocidental — Carlos von Doellinger	29
A Auto-Regulação do Ponto de Vista de uma Agência Governamental de Regulação — Irving M. Pollack	45
As Corretoras e o Financiamento de Operações a Termo (Aspectos Jurídicos do Problema) — Arnaldo Wald	61
Os Antigos Bancos Mineiros — Fernando N. Costa	71
Análise das Deficiências na Formação de Contadores no Brasil — Josir Si-meone Gomes	89

NOTAS E COMENTÁRIOS

Commercial Paper Enquanto Promotor de um Maior Grau de Interação entre o Sistema Financeiro e o Setor Produtivo — Horacio de Mendonça Netto	101
Carimbo: Uma Questão de Ótica — Horacio de Mendonça Netto	109
O Carimbo sob um Enfoque Legal — Maria Cristina de Souza Barbosa e Ariadna Bohomoletz Gaal	113
Auto-Regulação: Novidade de 100 Anos — Maria Bárbara Levy	121
A Aquisição do Controle Acionário da Cia. Mineira de Eletricidade — Um Caso Polêmico — Luiz Leonardo Cantidiano	125

LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

Legislação — Liane Maia Simoni e Gilda Parga Lassance de Oliveira	135
Extratos de Jurisprudência — Maria Cristina de Souza Barbosa e Ariadna Bohomoletz Gaal.	143
SUPLEMENTO Nº 4 — Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas — Walter L. Ness, Jr. e Rosanne H. Rebelo da Silva	

Rbmec n:14

ARTIGOS

O Sistema 157 depois da Resolução nº 470: Um Estudo Empírico de seus Efeitos sobre os Aplicadores — José Luiz Melo	457
Observações sobre Capitalização das Empresas Privadas no Brasil — Adroaldo Moura da Silva	193
Algumas Considerações sobre Taxas de Juros no Brasil — Ailton Coentro Filho.	213
Análise Financeira das Sociedades Corretoras — 1970-74 — Miguel Dirceu Fonseca Tavares	227
Teoria da Disponibilidade de Crédito e suas Implicações — Marcos Fernandes Machado.	273
Um Método Simplificado de Composição de Carteira Ótima de Ações — Reginaldo Ferreira Pereira.	289
Empréstimos Externos e Política Monetária no Brasil — Claudio L. S. Haddad	301

NOTAS E COMENTÁRIOS

Comentários sobre o Anteprojeto da CVM/Registro de Companhias Abertas — Horacio de Mendonça Netto.	329
Propriedade, Controle e Empresa Pública — Helio O. Portocarrero de Castro	341

LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

Legislação — Liane Maia Simoni e Gilda Parga Lassance de Oliveira	347
Extratos de Jurisprudência — Maria Cristina de Souza Barbosa e Ariadna Bohomoletz Gaal.	351

SUPLEMENTO Nº 5 — Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas — Walter L. Ness, Jr. e Rosanne H. Rebelo da Silva

Rbmec n:15

ARTIGOS

Banco Múltiplo <i>versus</i> Especialização no Contexto de Economias em Desenvolvimento — Horacio de Mendonça Netto.	377
Crédito ao Consumidor: Política de Limitação dos Juros Contábeis e seus Efeitos sobre a Taxa de Juros — Clovis de Faro	385
Capital Estrangeiro e o Estado no Sistema Bancário Brasileiro, 1889-1930 — Steven Topik.	395
A Correção Monetária na Jurisprudência do Supremo Tribunal Federal — Arnaldo Wald.	423
Bancos de Desenvolvimento e o Mercado de Ações — Pedro Carvalho de Mello e Marcos Fernandes Machado	441

SEÇÃO ESPECIAL

Consequências da Existência de Instituições Financeiras Exercendo Atividades no Mercado de Valores Mobiliários — CVM	473
--	-----

NOTAS E COMENTÁRIOS

Comentários sobre a Atividade Regulatória e a Definição de Conceitos e Práticas Operatórias para as Sociedades Corretoras — Miguel Dirceu Fonseca Tavares	489
O <i>Commercial Paper</i> — Denis Borges Barbosa	495
Notas sobre a Organização do Mercado Aberto no Brasil — Alkimar R. Moura.	505

LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

Legislação — Liane Maia Simoni e Gilda Parga Lassance de Oliveira	529
Extratos de Jurisprudência — Maria Cristina de Souza Barbosa e Ariadna Bohomoletz Gaal.	531
SUPLEMENTO Nº 6 — Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas — Walter Lee Ness, Jr. e Rosanne H. Rebelo da Silva	

BARBOSA, Denis Borges — O <i>Commercial Paper</i> (Notas e Comentários) n.º 15	495
BARBOSA, Maria Cristina de Souza e GAAL, Ariadna Bohomoletz — O Carimbo sob um Enfoque Legal (Notas e Comentários) n.º 15	113
BARBOSA, Maria Cristina de Souza e GAAL, Ariadna Bohomoletz — Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) n.º 13	143
BARBOSA, Maria Cristina de Souza e GALL, Ariadna Bohomoletz — Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) n.º 14	351
BARBOSA, Maria Cristina de Souza e GAAL, Ariadna Bohomoletz — Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) n.º 15	531
CANTIDIANO, Luiz Leonardo — A Aquisição do Controle Acionário da Cia. Mineira de Eletricidade — Um Caso Polêmico (Notas e Comentários) n.º 13	125
CASTRO, Helio O. Portocarrero de — Propriedade, Controle e Empresa Pública (Notas e Comentários) n.º 14	341
COENTRO FILHO, Ailton — Algumas Considerações sobre Taxas de Juros no Brasil (Artigos) n.º 14	213
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS — Consequências da Existência de Instituições Financeiras Exercendo Atividades no Mercado de Valores Mobiliários (Seção Especial) n.º 15	473
COSTA, Fernando N. — Os Antigos Bancos Mineiros (Artigos) n.º 13	71
DOELLINGER, Carlos von — A Inter-Relação Histórica entre Investimento Estrangeiro e Comércio Exterior nas Relações Econômicas Brasil/Alemanha Ocidental (Artigos) n.º 13	29
EIZIRIK, Nelson Laks — Auto-Regulação: Perspectivas após o "Caso Cepalpa" (Artigos) n.º 13	7
FARO, Clovis de — Crédito ao Consumidor: Política de Limitação dos Juros Contábeis e seus Efeitos sobre a Taxa de Juros (Artigos) n.º 15	385
GOMES, Josir Simeone — Análise das Deficiências na Formação de Contadores no Brasil (Artigos) n.º 13	89
HADDAD, Claudio L. S. — Empréstimos Externos e Política Monetária no Brasil (Artigos) n.º 14	301
LEVY, Maria Bárbara — Auto-Regulação: Novidade de 100 Anos (Notas e Comentários) n.º 13	121

MACHADO, Marcos Fernandes — Teoria da Disponibilidade de Crédito e suas Implicações (Artigos) n.º 14	273
MELLO, Pedro Carvalho de e MACHADO, Marcos Fernandes — Banco de Desenvolvimento e o Mercado de Ações (Artigos) n.º 15	441
MELO, José Luiz — O Sistema 157 depois da Resolução nº 470: Um Estudo Empírico de seus Efeitos sobre os Aplicadores (Artigos) n.º 14	157
MENDONÇA NETTO, Horacio de — Banco Múltiplo <i>versus</i> Especialização no Contexto de Economias em Desenvolvimento (Artigos) n.º 15	377
MENDONÇA NETTO, Horacio de — Carimbo: Uma Questão de Ótica (Notas e Comentários) n.º 13	109
MENDONÇA NETTO, Horacio de — Comentários sobre o Anteprojeto da CVM/Registro de Companhias Abertas (Notas e Comentários) n.º 14	329
MENDONÇA NETTO, Horacio de — <i>Commercial Paper</i> Enquanto Promotor de um Maior Grau de Interação entre o Sistema Financeiro e o Setor Produtivo (Notas e Comentários) n.º 13	101
MOURA, Alkimar R. — Notas sobre a Organização do Mercado Aberto no Brasil (Notas e Comentários) n.º 15	505
NESS, JR., Walter Lee e SILVA, Rosanne H. Rebelo da — Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas (Suplemento n.º 4) n.º 13	
NESS, JR., Walter Lee e SILVA, Rosanne H. Rebelo da — Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas (Suplemento n.º 5) n.º 14	
NESS, JR., Walter Lee e SILVA, Rosanne H. Rebelo da — Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas (Suplemento n.º 6) n.º 15	
PEREIRA, Reginaldo Ferreira — Um Método Simplificado de Composição de Carteira Ótima de Ações (Artigos) n.º 14	289
POLLACK, Irving M. — A Auto-Regulação do Ponto de Vista de uma Agência Governamental de Regulação (Artigos) n.º 13	45
SILVA, Adroaldo Moura da — Observações sobre Capitalização das Empresas Privadas no Brasil (Artigos) n.º 14	193
SIMONI, Liane Maia e OLIVEIRA, Gilda Parga Lassance de — Legislação (Legislação e Jurisprudência) n.º 13	135
SIMONI, Liane Maia e OLIVEIRA, Gilda Parga Lassance de — Legislação (Legislação e Jurisprudência) n.º 14	347
SIMONI, Liane Maia e OLIVEIRA, Gilda Parga Lassance de — Legislação (Legislação e Jurisprudência) n.º 15	529
TAVARES, Miguel Dirceu Fonseca — Análise Financeira das Sociedades Corretoras — 1970-74 (Artigos) n.º 14	227

TAVARES, Miguel Dirceu Fonseca — Comentários sobre a Atividade Regulatória e a Definição de Conceitos e Práticas Operatórias para as Sociedades Corretoras (Notas e Comentários). n.º 15	489
TOPIK, Steven — Capital Estrangeiro e o Estado no Sistema Bancário Brasileiro, 1889-1930 (Artigos). n.º 15	395
WALD, Arnoldo — A Correção Monetária na Jurisprudência do Supremo Tribunal Federal (Artigos). n.º 15	423
WALD, Arnoldo — As Corretoras e o Financiamento de Operações a Termo (Aspectos Jurídicos do Problema) (Artigos) n.º 13	61

N.Cham. 332.678 1 P

Autor

Título Revista brasileira de mercado de capitais



v.5, n.15, set. 1979 PUC-Rio - PUCB 00205216

[illegible]

HASPA



 **Caderneta de Poupança**
HASPA
esse nome dá dinheiro