

Revista Brasileira de Mercado de Capitais

Rbmec

Vol. 6 - Nº 16 - Jan./Abr. 1980

O Caso Vale - Alienação de Ações de Propriedade da União
pelo Regime Especial da Lei nº 4.728/65

Herculano Borges da Fonseca

As Lições do Caso Vale

Nelson Laks Elzirik

Do Regime Legal da Venda das Ações de Sociedades de
Economia Mista Pertencentes à União Federal

Arnoldo Wald

Análise de Desempenho das Sociedades de
Investimento - D.L. 1.401

Miguel Dirceu Fonseca Tavares

Marketing Financeiro: Uma Classificação para Produtos Bancários

Sergio Proença Leitão

Resenha das Teorias sobre o Mercado de Capitais com Ênfase
na Análise Markoviana

Nelio D. Pizzolato

Testes Preliminares de Eficiência do Mercado de Ações Brasileiro

Carlos José Muniz

Conflitos da Política Econômica: Um Comentário

Ailton Coentro Filho

Comentários ao Anteprojeto de Instrução da CVM que "Dispõe
acerca do Aumento de Capital por Subscrição de Ações
e Registro de Distribuição de Ações Mediante Subscrição Pública

Vários Autores

Resenhas

Ariadna Bohomoletz Gaal

Paulo Sergio Wrobel

Legislação e Extratos de Jurisprudência

Liane Mala Simon

Ariadna Bohomoletz Gaal

Maria Cristina Vieira de Souza

Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas

Walter Lee Dess, Jr.



ABMEC

Para passar do 22º para o 8º lugar, o Auxiliar teve que se esforçar muito.



Esse esforço se refletiu em todos os serviços: cobrança, câmbio, seguros, investimentos, ordens de pagamento, repasses e na moderna tecnologia de serviços que desenvolveu.

O Auxiliar foi o primeiro Banco no Brasil a ter toda sua rede de agências interligada por computador.

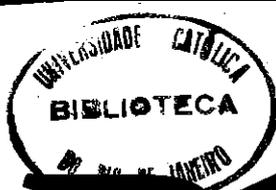
E trabalha hoje com 380 das 500 maiores empresas do país, dando a todos os seus clientes um atendimento verdadeiramente personalizado e profissional. Além de prestar todos os serviços que os outros prestam, o Auxiliar ainda informa e orienta sobre a tendência dos negócios e as oportunidades de aplicações.

Como você vê, para se colocar entre os maiores Bancos particulares do país, o Auxiliar teve que se esforçar muito.

Mas com isso ele conseguiu uma coisa muito rara hoje em dia: clientes satisfeitos.

Cientes que o ajudaram a subir catorze degraus em apenas três anos. E que só Deus sabe até onde podem levá-lo.

auxiliar
O Banco dos clientes satisfeitos.



B C — PUC

DOAÇÃO

125048

p 332.678

1

Revista Brasileira de Mercado de Capitais

Rbmecc

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

Volume 6
Número 16
Jan./Abr. 1980

NORMAS EDITORIAIS

- Os prazos para a entrega de originais referentes aos números da Rbmecc são os seguintes:
1º número: até 10 de março;
2º número: até 10 de julho; e
3º número: até 10 de novembro.
- Os trabalhos submetidos à publicação deverão ser inéditos, sob a forma de artigos, notas, comentários e resenhas.
- Os originais submetidos à publicação deverão ser enviados ao Editor, ou a um Conselheiro, em duas cópias datilografadas em espaço dois, divididos em itens. As páginas devem ser numeradas.
- Os originais deverão ser redigidos em português, espanhol, inglês ou francês, contendo de 20 a 30 laudas.
- Os originais deverão vir acompanhados de resumo (aproximadamente 80 palavras) que forneça uma visão global do assunto enfocada, bem como de uma nota sobre o autor, incluindo dados sobre sua formação acadêmica e posição profissional.
- Referências bibliográficas, mesmo que citadas em notas de rodapé, deverão ser listadas ao fim do trabalho, contendo claramente o nome do autor, título do artigo ou livro, editora, volume, número e data de publicação e número de páginas.

EXPEDIENTE

CONSELHO EDITORIAL — Herculano Borges da Fonseca, Ailton Coentro Filho, João Regis Ricardo dos Santos, José Luiz Melo, Maria Bárbara Levy, Miguel Dirceu Fonseca Tavares, Nelson Laks Eizirik, Pedro Carvalho de Mello, Reginaldo Ferreira Pereira e Walter Lee Ness, Jr.

Diretor Responsável — Herculano Borges da Fonseca

Editor — Maria Bárbara Levy

Coordenador Editorial — Learte Saint-Clair

Secretária Executiva — Elizabeth Figliano

Supervisão de Comercialização e Publicidade — Paulo Fernando Rodrigues

Supervisão de Comunicação — Lúcia Medeiros

Supervisão de Editoração — Lília Zanetti Freire

Revisão de Originais — Elizabeth Figliano, Gratia Maria Domingues e Rita de Cassia Godoy

Supervisão Tipográfica — Rosy de Freitas Lamas

Revisão Tipográfica — Lucília Ramalho, Luiz Celso França, Maria Amélia Trabullo, Raquel Correa e Walter Ferreira

Supervisão de Arte e Criação — Francisco Pardelhas

Diagramação e Montagem — Sérgio Lima e Celson P. da Silva

Composição — Paulo Sérgio D. Lopes e Paulo Renato D. Lopes

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

Número avulso — Cr\$ 120,00

Assinatura Anual — Cr\$ 420,00 (porte simples)

Cr\$ 560,00 (porte registrado)

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

Composta e montada no IBMEC e impressa na Gráfica e Editora Celsus Ltda. — R. Lavradio, 181, Rio de Janeiro, RJ.

Os autores nacionais de artigos publicados na Rbmecc serão remunerados, recebendo gratuitamente 20 separatas do mesmo.

R. Bras. Merc. Cap.	Rio de Janeiro	v. 6	n. 16	pp. 1-113	jan./abr. 1980
---------------------	----------------	------	-------	-----------	----------------

205316

INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS

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

REVISTA BRASILEIRA DE MERCADO DE CAPITAIS

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

CONSELHO DIRETOR

Presidente

João Paulo dos Reis Velloso

Vice-Presidente

Adolpho Ferreira de Oliveira

Conselheiros

Carlos Brandão

Celio de Oliveira Borja

Celso da Rocha Miranda

Christiano Guimarães Fonseca

Fernando Luiz Nabuco de Abreu

Francisco Sanchez

Jorge Hilário Gouvêa Vieira

Luís Maria Tápias Auguet

Miguel Coelho Netto Pires Gonçalves

Paulo de Oliveira Reis

Sergio Augusto Ribeiro

Diretor-Geral

Herculano Borges da Fonseca

Sócios Honorários

Octávio Gouvêa de Bulhões

Fernando de Souza Ribeiro de Carvalho

Angelo Calmon de Sá

SEDE: Av. Beira Mar, s/nº — anexo ao MAM — Caixa Postal 6047 — ZC.39 — Tel: 220-5822 e 240-9984

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

v. 28 cm. quadrimestral.

Inclui Análise conjuntural financeira das companhias abertas, a partir do v. 6, n. 16, Jan./Mar. 1980, substituindo o suplemento dos volumes anteriores.

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

CDU: 332.61/63

CDD: 332.605

SUMÁRIO

ARTIGOS

- 4 O CASO VALE: ALIENAÇÃO DE AÇÕES DE PROPRIEDADE DA UNIÃO PELO REGIME ESPECIAL DA LEI Nº 4.728/65 — Herculano Borges da Fonseca
- 12 AS LIÇÕES DO "CASO VALE" — Nelson Laks Eizirik
- 27 DO REGIME LEGAL DA VENDA DAS AÇÕES DE SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA PERTENCENTES À UNIÃO FEDERAL — Arnoldo Wald
- 39 ANÁLISE DE DESEMPENHO DAS SOCIEDADES DE INVESTIMENTO — D.L. 1.401 — Miguel Dirceu Fonseca Tavares
- 59 *MARKETING* FINANCEIRO: UMA CLASSIFICAÇÃO PARA PRODUTOS BANCÁRIOS — Sergio Proença Leitão
- 69 RESENHA DAS TEORIAS SOBRE O MERCADO DE CAPITAIS COM ÊNFASE NA ANÁLISE MARKOVIANA — Nelio D. Pizzolato
- 80 TESTES PRELIMINARES DE EFICIÊNCIA DO MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO — Carlos José Muniz

I ANÁLISE CONJUNTURAL FINANCEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS — Walter Lee Ness, Jr.

- 107 LEGISLAÇÃO E EXTRATOS DE JURISPRUDÊNCIA — Liane Maia Simoni, Ariádna Bohomoletz Gaal e Maria Cristina Vieira de Souza

NOTAS E COMENTÁRIOS

- 96 CONFLITOS DA POLÍTICA ECONÔMICA: UM COMENTÁRIO — Ailton Coentro Filho
- 99 COMENTÁRIOS AO ANTEPROJETO DE INSTRUÇÃO DA CVM QUE "DISPÕE ACERCA DO AUMENTO DE CAPITAL POR SUBSCRIÇÃO DE AÇÕES E REGISTRO DE DISTRIBUIÇÃO DE AÇÕES MEDIANTE SUBSCRIÇÃO PÚBLICA" — Vários Autores

RESENHAS

- 103 RESENHA SOBRE INTRODUÇÃO AO MERCADO DE CAPITAIS — Paulo Sergio Wrobel
- 105 RESENHA SOBRE O PODER JUDICIÁRIO E A JURISPRUDÊNCIA SOBRE SOCIEDADES ANÔNIMAS E INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS — Ariádna Bohomoletz Gaal

NOTA DO EDITOR

Marcando uma nova etapa de aprimoramento editorial, a Rbmec n.º 16 apresenta transformações formais significativas. A Revista ganhou novo formato, com maiores dimensões, o que permite melhor disposição das matérias. Estas mudanças surgiram da necessidade de aperfeiçoar a qualidade gráfica de nosso periódico, especialmente no que se refere à apresentação de tabelas, quadros e gráficos, habituais em artigos técnicos. Essas alterações incluíram a criação de uma nova capa e, a apresentação de resumos, em língua inglesa, das matérias publicadas, nos aproxima do padrão de revistas congêneres de trânsito internacional.

A linha editorial que assegura o conteúdo técnico-científico da Rbmec permanece inalterada. O crescente interesse que as matérias publicadas vêm despertando pode ser avaliado pelas freqüentes citações da Rbmec em trabalhos especializados e bibliografias utilizadas em cursos universitários.

Neste sentido, a Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas foi incorporada definitivamente ao nosso periódico, o que proporcionou, com o novo *layout*, uma melhor visualização das informações nela contidas. A experiência anterior, de sua publicação sob a forma de suplemento, correspondeu a um período experimental superado pelo reconhecimento de sua utilidade e importância por parte de nossos leitores.

A par destas modificações iniciamos, também, uma seção de resenhas de livros informando sobre recentes publicações nacionais e estrangeiras relativas a temas de interesse para o mercado de capitais.

A polêmica jurídica associada ao "Caso Vale" mereceu, neste número, especial ênfase proporcionada por três enfoques não coincidentes sobre esse tema que vem mobilizando a opinião pública.

Os demais artigos tratam de aspectos estruturais do mercado, e as notas e comentários preservam espaço para estudos de questões conjunturais, cumprindo nossa finalidade de fornecer subsídios para o sistemático aperfeiçoamento das relações financeiras no país.

O Caso Vale: Alienação de Ações de Propriedade da União pelo Regime Especial da Lei n.º 4.728/65*

Herculano Borges da Fonseca**

O autor sustenta que a União podia e pode, de acordo com a legislação em vigor, alienar ações de sociedade de economia mista de sua propriedade, segundo o regime especial instituído pela Lei n.º 4.728 (artigos 60 e 61). Sustenta também que a Lei das Sociedades por Ações e a Lei n.º 6.385, que criou a CVM, estabelecem um regime único tanto para as sociedades anônimas privadas de capital aberto quanto para as sociedades de economia mista, quando qualquer um desses tipos de empresas fizer emissões públicas de valores mobiliários.

Assim, os atos de distribuição, venda, oferta-venda, etc. de valores mobiliários no mercado primário deverão ser praticados segundo a mesma regra que se aplica não só a companhias abertas privadas, mas também a sociedades de economia mista. A única exceção a esta regra geral ocorre quando a União promove a venda de ações de sociedades de economia mista no mercado secundário, caso em que a alienação deve processar-se da maneira prescrita nos artigos 60 e 61 da Lei n.º 4.728.

The author contends that the Federal Government can, according to the legislation in force, sell stocks of mixed enterprise corporations which it owns, based on the special procedure contained in sections 60 and 61 of Act 4728. He also affirms that Act 6385 – which created the Securities Commission in Brazil – and the Corporation Act establish a sole procedure not only for private publicly held companies, but also for mixed corporations, whenever any of these companies float new securities in the market.

Thus, the distribution, selling, offering, etc. of these securities on the primary market should be realized obeying the same rules applied not only to private publicly held companies, but also to mixed corporations. The only exception to this general rule occurs when the Federal Government promotes the selling of mixed corporation stocks in the secondary market. In this case, the selling procedure should conform to sections 60 and 61 of Act 4728.

INTRODUÇÃO

O Caso Vale, se não trouxe vantagens nem à Bolsa, nem à Comissão de Valores Mobiliários, nem ao mercado de

capitais, teve, pelo menos, o mérito de propiciar o debate de certos temas da maior importância, tendo em vista a realidade da economia brasileira e sua atual fase de evolução, quais sejam:

- * As opiniões expressas neste artigo são de responsabilidade do autor, não refletindo, necessariamente, os pontos de vista do IBMEC.
** O advogado e economista Herculano Borges da Fonseca é professor universitário de Moedas e Bancos e Direito Monetário e exerce o cargo de Diretor Geral do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC.

- a) qual o sistema legal mais conveniente e capaz de promover o crescimento e fortalecimento do mercado de capitais no Brasil;
- b) como devem ser interpretadas as leis em vigor, no que tange ao funcionamento, lado a lado, de sociedades anônimas de capital aberto, privadas, e sociedades anônimas de economia mista; e
- c) qual o regime legal que regula a venda de ações de sociedades de economia mista, de propriedade da União.

O Caso Vale deverá servir para que seja feito um exame completo das várias leis e regulamentos em vigor, aplicáveis a tais sociedades e capaz de levar a uma interpretação correta e adequada do problema.

É importante para o mercado de capitais que tudo fique bem esclarecido e compreendido. O povo, em geral, e os investidores, em particular, não podem ser mal informados. Isto porque, se, na atual fase crítica do desenvolvimento econômico e social do País, não forem feitos os maiores esforços para que sejam corrigidos os erros ou equívocos, que porventura estejam prejudicando o florescimento do mercado, o prejuízo maior será da Nação e do modelo neocapitalista de economia, que adotamos.

PROBLEMA CRIADO PELO "CASO VALE"

Iremos, a seguir, debater os seguintes pontos de grande importância para a compreensão do problema criado pela venda de ações da Cia. Vale do Rio Doce:

- a) Podia, legalmente, o Governo dispor de parte de suas ações daquela companhia? Em caso afirmativo, quais as leis e regulamentos que tratam do assunto?
- b) Existe conflito entre dispositivos legais e regulamentares? Em caso afirmativo, como resolvê-los?
- c) Que deverá ser feito para estabelecer-se um entendimento e um procedimento que sejam aceitos e considerados adequados à realidade da economia brasileira atual?

O Governo podia e pode, de acordo com a legislação em vigor, alienar ações de sociedade de economia mista de propriedade do Tesouro Nacional. O assunto é regulado pelos Artigos 60 e 61 da Lei n.º 4.728, de 14.07.1965.

* São do autor os grifos constantes deste diploma legal.

O exame de toda a Legislação do Banco Central, do Mercado de Capitais, da Comissão de Valores Mobiliários e das Sociedades Anônimas leva à conclusão de que a matéria é regida pelos seguintes princípios e dispositivos legais:

- a) O Art. 235 da Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/76) estabeleceu que as sociedades anônimas de economia mista estão sujeitas àquela Lei, **sem prejuízo das disposições especiais de lei federal**. De acordo com o parágrafo 1.º "as companhias abertas de economia mista estão também sujeitas às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários."

Além disso determinou o Art. 238 da mesma lei: "A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (Art. 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação."

A simples leitura dos dispositivos legais acima citados leva à conclusão de que, no atual sistema legal brasileiro, tanto as sociedades de economia mista aberta quanto as demais sociedades anônimas abertas, de capital privado, estão subordinadas à Comissão de Valores Mobiliários, órgão criado para realizar determinadas funções especializadas no campo do mercado de capitais, algumas delas, anteriormente, da competência do Banco Central do Brasil.

- b) Além disso, verifica-se que foi estabelecido um regime único tanto para a espécie sociedade anônima privada de capital aberto quanto para a espécie sociedades anônimas de capital aberto mista, quando qualquer um desses tipos de empresas fizer emissões públicas de valores mobiliários. Isto fica evidenciado pelo que dispõe o Cap. IV, Seção I, da Lei 6.385, de 07.12.1976. Dispõe o Art. 19 daquele diploma legal, o qual passamos a reproduzir na íntegra:

CAPÍTULO IV* **Da Negociação no Mercado**

SEÇÃO I **Emissão e Distribuição**

Art. 19 — Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

§ 1.º — São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.

§ 2.º — Equiparam-se à companhia emissora para os fins deste artigo:

I — o seu acionista controlador e as pessoas por ela controladas;

II — o coobrigado nos títulos;

III — as instituições financeiras e demais sociedades a que se refere o artigo 15, inciso I;

IV — quem quer que tenha subscrito valores da emissão, ou os tenha adquirido à companhia emissora, com o fim de os colocar no mercado.

§ 3.º — Caracterizam a emissão pública:

I — a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público;

II — a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos, por meio de empregados, agentes ou corretores;

III — a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

§ 4.º — A emissão pública só poderá ser colocada no mercado através do sistema previsto no artigo 15, podendo a Comissão exigir a participação de instituição financeira.

§ 5.º — Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

I — definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor;

II — fixar o procedimento do registro e especificar as informações que devam instruir o seu pedido, inclusive sobre:

a) a companhia emissora, os empreendimentos ou atividades que explora ou pretende explorar, sua situação econômica e financeira, administração e principais acionistas;

b) as características da emissão e a aplicação a ser dada aos recursos dela provenientes;

c) o vendedor dos valores mobiliários, se for o caso;

d) os participantes na distribuição, sua remuneração e seu relacionamento com a companhia emissora ou com o vendedor.

§ 6.º — A Comissão poderá subordinar o registro a capital mínimo da companhia emissora e a valor mínimo da emissão, bem como a que sejam divulgadas as informações que julgar necessárias para proteger os interesses do público investidor.

§ 7.º — O pedido de registro será acompanhado dos prospectos e outros documentos quaisquer a serem publicados ou distribuídos, para oferta, anúncio ou promoção do lançamento.

Isto significa que, os atos de distribuição, a venda, a promessa de venda, a oferta à venda ou subscrição de valores mobiliários no mercado primário são feitos de acordo com regras idênticas a serem obedecidas tanto pelas companhias abertas privadas quanto pelas sociedades anônimas de economia mista.

c) Existe, entretanto, uma única exceção à regra geral acima resumida, que ocorre quando a União, na sua qualidade de acionista controlador, promove a venda de ações de Sociedades de economia mista no mercado secundário. Neste caso, a alienação deve processar-se da maneira prescrita nos artigos 60 e 61 da Lei 4.728, que jamais foram revogados quer pela Lei da CVM, quer pela Lei das Sociedades Anônimas, os quais passamos a reproduzir na íntegra.

SEÇÃO XII*

Da alienação de ações das sociedades de economia mista

Art. 60 — O Poder Executivo poderá promover a alienação de ações de propriedade da União representativas do capital social de sociedades anônimas de economia mista, mantendo-se 51% (cin-

* São do autor os grifos constantes deste diploma legal.

quenta e um por cento), no mínimo, das ações com direito a voto, das empresas nas quais deva assegurar controle estatal.

Parágrafo único — As transferências de ações de propriedade da União, representativas do capital social da Petróleo Brasileiro S.A. — PETROBRÁS — e de suas subsidiárias em território nacional, reger-se-ão pelo disposto no artigo 11 da Lei n.º 2.004, de 3 de outubro de 1953.

Art. 61 — O Conselho Monetário Nacional fixará a participação da União nas diferentes sociedades referidas no artigo anterior, ouvido o Conselho de Segurança Nacional, nos casos de sua competência e no das empresas cujo controle estatal é determinado em Lei Especial.

§ 1.º — As ações de que tratam este artigo e o anterior serão negociadas através do sistema de distribuição instituído no artigo 5.º desta Lei, com a participação do Banco Central do Brasil, na forma do inciso IV do artigo 11 da Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964.

§ 2.º — O Poder Executivo, através do Ministério da Fazenda, poderá manter no Banco Central do Brasil em conta especial de depósitos os recursos originários da alienação de ações de propriedade da União, representativas do capital social de sociedades referidas no artigo 60.

Foi objetivo e realista o legislador brasileiro ao entender que deveria existir no Brasil um regime especial, totalmente diferente daquele que prevalece nos países capitalistas, de economias desenvolvidas, onde o Estado geralmente não possui ações de sociedades de economia mista.

Examinando este assunto, o ilustre jurista Prof. Arnaldo Wald escreveu em seu artigo constante desta Revista:

“Verificamos, pois, que, na realidade, a Lei n.º 4.728 não se limitou a reconhecer a competência do Governo Federal para decidir a respeito da alienação das ações pertencentes à União, como ainda estabeleceu um regime legal próprio para essas vendas, incumbindo expressamente o Banco Central do Brasil de realizá-las, cabendo-lhe utilizar o sistema de distribuição de títulos ou valores mobiliários. As referências do artigo 61 da Lei n.º 4.728 nos artigos 5 do mesmo diploma e 11, inciso IV, da Lei n.º 4.595, significam que o legislador pretendeu definir um regime específico para as vendas de ações pertencentes à União, não se limitando a atribuir ao Poder Executivo — e de modo particular ao Ministro da Fazenda — o poder decisório, mas estabelecendo, ainda, uma rotina pró-

pria para a execução da venda, cuja negociação, em vez de ser realizada na forma prevista para as companhias privadas, passou a contar, *ex vi lege* com a participação do Banco Central (Art. 61, § 1.º)”.

“Conseqüentemente, é importante salientar, desde logo, a existência, na lei do mercado de capitais, de dois regimes de vendas de ações referentes, respectivamente, aos títulos pertencentes aos particulares e às ações de propriedade da União. A participação do Banco Central, neste último caso, em virtude de norma expressa, importou na criação de um regime legal especial, em decorrência da presença, na operação, do agente financeiro da União, que exercia simultaneamente, na época, o controle do mercado de capitais. Não se trata de simples detalhe operacional pouco relevante, mas de decisão do legislador que, destarte, criou uma forma especial de controle da negociação dessas ações, ao determinar que dela participasse, na qualidade de banqueiro do Governo, a própria autoridade fiscalizadora, cumulando assim as duas funções (de agente financeiro e de órgão de controle do mercado)”.

A CARTA-CIRCULAR N.º 303/78 DA CVM E SUA EFICÁCIA

Parece indubitável que existe um conflito entre alguns dispositivos da Carta-Circular 303/78 e os artigos 60 e 61 da Lei n.º 4.718/65.

A referida Carta-Circular estabeleceu o que chamou de “condições para a realização em Bolsa de operações especiais”, tendo disposto taxativamente:

“A partir desta data, deverão ser negociados com características e requisitos especiais, os lotes de valores mobiliários, cuja negociação se caracterizar por envolver ou se originar de”:

“(…) 5. Ações pertencentes à União, Estados, Municípios, empresas públicas ou de economia mista”;

“(…) 10. Quantidade de ações sensivelmente superior à média diária negociada nos últimos pregões, ou qualquer bloco substancial, mesmo que a negociação não envolva transferência de controle”;

Esclareceu, a seguir:

“Todas as ocorrências acima indicadas serão examinadas caso a caso pelas Bolsas, que deverão fixar as condições de realização da operação especial e acompanhar sua execução, desde que nesses casos não se configure nenhuma das situações apontadas nos itens 7 e 8”.

E acrescentou:

"Nos casos mencionados nos itens 6, 9, 10, 11 e 12, as Bolsas deverão informar posteriormente à CVM as soluções e providências que foram adotadas para a realização destas operações especiais. Estas soluções e providências (forma de divulgação ao público, forma de negociação, tipo e forma pela qual informações serão prestadas ao público etc.) serão adotadas conforme as oportunidades exigirem". (grifo do autor)

"Finalmente, resta ressaltar que a adoção de condições para realização de operações especiais **visa, principalmente, evitar a realização de emissões públicas, sem o registro prévio exigido pela legislação; pressões de compra ou de venda sem informação adequada; bem como a efetivação de transferência de controle sem obediência às normas legais**". (grifo do autor)

"Dada a importância destes objetivos, é imprescindível que os mesmos sejam **diligentemente perseguidos** pela administração das Bolsas. Assim, **no tocante às recomendações dos itens 7, 8, 9 e 10, não se pode restringir análises a um único negócio em apenas um pregão. Negócios consecutivos que um único cliente pretenda executar em diversos pregões, poderão configurar situações identificadas nos itens mencionados, devendo receber o tratamento para elas indicado, mesmo que para tanto se torne necessário o cancelamento de negócios já realizados**". (grifo do autor)

"Este documento deve ser divulgado pelas Bolsas de Valores junto a seus membros, os quais devem zelar para que, quando da identificação de qualquer das situações aqui indicadas, sejam seus clientes informados quanto aos procedimentos que deverão adotar, e as Bolsas de Valores comunicadas antes da execução de qualquer ordem em pregão". (grifo do autor)

Os três parágrafos finais da Carta-Circular 303 acima demonstram o caráter didático da mesma, e sua redação indica claramente que não se trata nem de **Deliberação** nem de **Instrução** da CVM, que são as formas pelas quais aquele órgão, de acordo com a legislação pertinente, explicita suas decisões e deliberações, com força cogente e regulamentar.

Como salientou Arnoldo Wald em seu trabalho já mencionado, a CVM não pode interferir na decisão e na negociação de ações de propriedade da União por se tratar de matéria de competência, respectivamente, do Conselho Monetário Nacional e do Ministério da Fazenda — órgãos superiores hierárquicos em relação à CVM — e do Banco

Central — órgão do mesmo nível que a CVM. Esta também não poderia regulamentar a negociação de tais vendas por lhe faltarem poderes para tanto, pois a lei atribui competência a outros órgãos governamentais para tal fim.

E tanto isto é verdade que o Art. 8.º da Lei que criou a CVM lhe atribui a competência de **"regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na Lei de Sociedades por ações"**.-(grifo do autor). O Legislador deliberadamente não atribui à CVM competência para regulamentar a Lei 4.728/65, que é o diploma legal que trata especificamente da venda de ações de sociedades de economia mista de propriedade da União. Portanto, pretender-se ampliar os poderes da CVM, *contra-legend*, é interpretação inaceitável e condenável.

Por todas essas razões é que há de considerar-se a Carta-Circular n.º 303 "como mero ordenamento administrativo e interno, endereçado aos presidentes das Bolsas de Valores, para ser divulgado a seus membros, que não poderia impor observância ou sequer conhecimento ao Banco Central do Brasil, autarquia a que não foi, nem poderia ter sido, dirigida por não se encontrar sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários", como escreveu o jurista José Carlos P. Medeiros da Fonseca.

Verifica-se, portanto, que, no sistema legal brasileiro, existe um tratamento diferenciado não para as sociedades de economia mista como tais, mas, sim, para o acionista controlador — a União. Isto se explica perfeitamente pelas seguintes razões, de natureza econômica e política:

O Brasil é, de longe, dentre os países de economia de mercado, neocapitalistas, o que apresenta maior número de sociedades de economia mista. Em confronto com os Estados Unidos, a maior potência capitalista do mundo, sua situação é inteiramente diferente: a grande nação do norte é uma economia madura, na fase pós-industrial e praticamente a totalidade de suas pequenas, médias e grandes sociedades anônimas são privadas; seu capital aberto pertence a milhões de acionistas, a fundos de pensão, a fundos de investimento e a investidores institucionais. Delas a União não participa. As regras do jogo são estabelecidas pelas leis do Congresso e Jurisprudência específica, com fundamento na tradição da *common-law*.

Já no Brasil, contra o pano de fundo de centenas de milhares de pequenas e médias sociedades comerciais de capital fechado, destacam-se três grandes grupos de empresas: as chamadas estatais, de economia mista; as multinacionais (quando organizadas sob a forma de S.A. "brasileiras"), e as grandes sociedades anônimas nacionais de capital aberto.

*A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM E
A SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION –
SEC*

São importantes e indispensáveis as funções da Comissão de Valores Mobiliários num país de economia neocapitalista que pretenda, dentro de um regime democrático, promover o desenvolvimento econômico e social, com a participação de um número crescente de investidores em títulos e ações de empresas privadas. Elas visam, entre outras coisas, à proteção de tais investidores contra as manipulações de preços das ações, a evitar emissões irregulares de valores mobiliários e quaisquer outras modalidades de fraudes ou manipulações, destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores negociados no mercado, como reza a Lei que criou a CVM.

Não seria, entretanto, compreensível que as deliberações da CVM fossem colidir com a gestão dos negócios da Fazenda pública ou com a política econômica do Governo, traçada pelo Conselho de Desenvolvimento Econômico e Conselho Monetário Nacional. Por isso, entre nós, a CVM foi criada como órgão subordinado ao Ministério da Fazenda, sendo seu presidente um dos vinte e um membros do Conselho Monetário Nacional, presidido pelo Ministro da Fazenda.

A realidade brasileira, como vimos, é bem diferente da norte-americana. Lá, a Securities and Exchange Commission foi criada pelo Congresso, em 1934, durante a grande depressão que teve início após o colapso da Bolsa de Nova Iorque, em 1929.

Segundo o Securities and Exchange Act, aquela agência federal deveria supervisionar e regular o registro das emissões de títulos e ações de empresas e combater práticas fraudulentas na venda de "securities", tanto nas Bolsas de Valores quanto no mercado de balcão. Aquela Lei do Congresso veio, assim, complementar as exigências de *disclosure* impostas pelo Securities Act de 1933, determinando o registro de prospectos e relatórios periódicos de companhias que recorressem ao crédito do público bem como de corretores e operadores e de associações a que pertencessem, tudo no sentido de que fosse dada proteção adequada aos investidores e ao público. A Securities and Exchange Commission é dirigida por cinco pessoas, três delas indicadas pelo partido que estiver no Governo e duas pela oposição. Todos são nomeados, por prazo fixo, pelo Presidente da República, após prévia aprovação de seus nomes pelo Senado.

As circunstâncias no Brasil, quando foi criada a CVM, eram bem diversas. À nossa Comissão de Valores cou-

be a função de ampliar e aperfeiçoar as atribuições específicas, no seu campo de atuação, que já vinham sendo desempenhadas pelo Banco Central há mais de 10 anos. A CVM surgiu como entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda e dirigida, como nos Estados Unidos, por cinco pessoas — um Presidente e quatro diretores, todos nomeados pelo Presidente da República, porém demissíveis *ad nutum*, contrariamente ao que ocorre na SEC norte-americana. Também os nomes dos dirigentes da CVM não são aprovados pelo Congresso, o que ocorre nos Estados Unidos.

A Securities and Exchange Commission é um órgão autônomo, totalmente desvinculado do Sistema de Banco Central norte-americano (Federal Reserve System) e desempenha funções *quasi-judiciais*.

Já a CVM atua na órbita do Conselho Monetário Nacional (órgão de cúpula do sistema financeiro nacional), é subordinada ao Ministério da Fazenda e as normas gerais que pretenda baixar estão sujeitas à aprovação prévia do Conselho Monetário (Art. 18 da Lei 6.385/76).

CONCLUSÕES

1. A Lei n.º 6.385/76, que criou a CVM, não revogou os artigos 60 e 61 da Lei 4.728, nem tratou do regime a que deveriam obedecer as vendas de ações de sociedades de economia mista, de propriedade da União.

Sendo a Lei 6.385/76 uma lei geral, não seria lícito entender-se que haja revogado dispositivos específicos, constantes de uma Lei anterior, a menos que o tivesse feito expressamente, conforme preceitua o art. 2.º, § 2.º da Lei de Introdução ao Código Civil.

Continuam, pois, em pleno vigor os artigos 60 e 61 da Lei n.º 4.728/65, que dispõem sobre as vendas de ações de sociedades por ações de economia mista, pela União.

2. A Carta-Circular n.º 303/78 da CVM não tem força de Lei e não poderia, como instrução normativa de âmbito restrito, revogar ou modificar os dispositivos legais vigentes. Não tendo sido jamais publicada no Diário Oficial, mas, tão-somente, remetida às Bolsas de Valores, sua eficácia restringe-se a estas, que são órgãos supervisionados pela CVM. À Comissão de Valores compete apurar se houve alguma irregularidade e se foram fraudadas as Leis e os regulamentos, durante o pregão em que foram negociadas as ações preferenciais da Cia. Vale do Rio Doce. É dentro do campo de relacionamento CVM-Bolsa de Valores que deverá ser equacionada e examinada a operação da venda daquelas ações.

3. É conveniente que o Conselho Monetário Nacional baixe uma Resolução, onde fique claramente definida a situação de excepcionalidade criada pela Legislação em vigor, sempre que forem alienadas ações de sociedades de economia mista de propriedade da União. Até revogação dos dispositivos legais vigentes, tais vendas se processarão de acordo com o art. 60 e 61 da Lei n.º 4.728/65.

4. Seria recomendável a criação de uma Comissão de Juristas e Economistas a fim de:

a) examinarem todos os aspectos jurídicos, econômicos e sociológicos da economia do mercado de ca-

pitais no Brasil, tendo em vista as peculiaridades do País e sua atual fase de desenvolvimento; e

b) proporem as alterações cabíveis nas leis em vigor, a fim de que seja elaborado um anteprojeto de Lei a ser submetido ao Congresso Nacional.

O Caso Vale veio demonstrar que o Brasil, por ser diferente dos países desenvolvidos, de economia capitalista madura, deve ser dotado de um conjunto de normas jurídicas sobre instituições financeiras e mercado de capitais que leve em conta, antes de tudo, a realidade nacional e a fase de desenvolvimento de sua economia.

Esta marca foi criada para assinar os programas de esclarecimento sobre o mercado de capitais, promovidos pelo Codimec com o objetivo de eliminar as deficiências de comunicação entre os principais públicos ligados a esse mercado: empresários emissores e investidores,

intermediários e líderes de opinião. Ela representa o início de um trabalho através do qual o Codimec, atuando como polo irradiador de mensagens e informações, pretende, através de divulgação, promoção, publicidade e pesquisa, contribuir para eliminar boa parte das dificuldades

que inibem o desenvolvimento do mercado.

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

E para todas as pessoas ligadas a ele.

CODIMEC - Comitê de Divulgação do Mercado de Capitais

ACÇÃO

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

As Lições do "Caso Vale"*

Nelson Laks Eizirik**

*"Não me preocupam aqueles que não vêem a solução;
os que me preocupam realmente são aqueles que
não vêem o problema"*

Chesterton

O presente artigo busca discutir legalmente o episódio da venda, pela União, de lotes substanciais de ações da Companhia Vale do Rio Doce na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Partindo dos objetivos e formas de implementação da regulação do mercado de capitais, descreve o "caso Vale" para, em seguida, analisar a aplicação de tais objetivos bem como da legislação específica ao presente caso. Sugere algumas linhas possíveis de interpretação às normas legais aplicáveis, bem como aponta determinadas contradições no modelo regulatório do mercado acionário. Apresenta, como observações finais, comentários sobre a forma como vem ocorrendo a intervenção do Governo no domínio econômico.

This article discusses legal aspects of the sale by the Government of large lots of shares of Companhia Vale do Rio Doce realized in the Rio de Janeiro Stock Exchange in March 1980. It describes the "Vale case" related to the goals and the forms of implementation of capital market regulation. It suggests possible forms of interpretation of the law applicable to this case and indicates contradictions existing in the current model of stock market regulation. Finally, it comments on Government intervention in economic activities.

INTRODUÇÃO

Após sua criação legal, pela Lei 6.385, de 07/12/76, e posterior instalação de fato (consumada em 06/04/78, momento em que assumiu plenamente suas funções), a Comissão de Valores Mobiliários — CVM — vem enfren-

tando instigantes desafios à sua afirmação como uma agência capaz de regular e fiscalizar um mercado acionário ainda pouco acostumado a comportar-se de acordo com certas regras consensualmente aceitas em países com maior tradição em mercado de capitais. Com efeito, já no ano de 1978 a CVM teve de defrontar-se com o "Caso Petro-

* Agradeço a decisiva colaboração de Ariádna Bohomoletz Gaal e Maria Cristina Vieira de Souza, Assistentes de Pesquisa do IBMEC, que levantaram as informações publicadas sobre o presente caso e discutiram-no comigo. São de minha responsabilidade eventuais omissões ou equívocos de interpretação. As opiniões expressas neste artigo refletem pontos de vista do autor, e não necessariamente do IBMEC.

** Nelson Laks Eizirik, Advogado, é Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas e Pesquisador Sênior do IBMEC.

brás"¹, que resultou em extenso relatório, o qual concluiu pela inexistência de provas de *insider trading* no episódio de movimentação excepcional em bolsa com ações da Petrobrás, por ocasião dos trabalhos de prospecção da Bacia de Santos. No final do mesmo ano, surgia a questão da transferência de controle da Companhia Mineira de Eletricidade, discutido judicialmente, despertando a atenção da CVM e dos especialistas para alguns problemas sérios na aplicação dos dispositivos da Lei das Sociedades Anônimas que regulam a oferta pública de aquisição de ações.²

Temos agora a questão da venda, pelo governo, de lotes substanciais de ações da Companhia Vale do Rio Doce, realizada nas Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e de São Paulo, principalmente na primeira. "O Caso Vale" vem despertando vivas discussões na imprensa e no Congresso, além de já estar sendo também objeto de apreciação judicial.

Ainda que soluções administrativas, judiciais e políticas não tenham sido conclusivamente apresentadas, encontrando-se por ora o presente caso em discussão nos três níveis, algumas lições de conteúdo mais propriamente teórico dele podem ser extraídas. Com efeito, mais do que respostas definitivas, o "Caso Vale" ainda comporta importantes indagações, permitindo a discussão de alguns pontos fundamentais, tais como:

- a) Objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários e modalidades mais adequadas para sua implementação;
- b) Papel a ser desempenhado pelas entidades reguladoras e auto-reguladoras (CVM e bolsas, respectivamente) na manutenção de padrões legais e éticos no mercado; e
- c) Maneira pela qual deve-se processar a intervenção do governo no domínio econômico para que atenda aos postulados do Estado de Direito, questão mais geral, mas cuja discussão pode ser exemplificada com o presente caso.

Pretendemos, outrossim, fornecer não respostas, mas sim alguns subsídios para a discussão dos três pontos mencionados. Na medida em que comportarão ainda importantes desdobramentos legais, e mesmo na fixação dos princípios e instrumentos da política reguladora do mercado de valores mobiliários, cabe sua análise mais detalhada.

À presente Introdução, segue-se uma exposição dos principais objetivos da regulação do mercado de capitais, com ênfase na forma como são legalmente adotados e implementados na maioria dos países. Em seguida, descreveremos sumariamente o "Caso Vale", com base nas informações publicamente disponíveis até hoje, para, na parte final do presente artigo, aplicarmos os princípios de regulação e normas legais sobre o mercado de valores mobiliários ao caso em discussão. À guisa de conclusões, procuramos analisar com brevidade algumas inferências que, do assunto aqui tratado, podem ser extraídas sobre a intervenção estatal na economia, tal como hoje se apresenta no Brasil.

OBJETIVOS DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS E SUA IMPLEMENTAÇÃO³

A regulação do mercado de capitais, como de qualquer mercado, consiste na atividade do Estado (ou de entidades auto-reguladoras, com poderes delegados em lei) no sentido de editar normas de conduta para os participantes, bem como no sentido de fiscalizar seu cumprimento. Em regra, tais normas implicam a limitação à liberdade dos participantes no mercado, quer ao nível da liberdade contratual, quer ao nível de seus direitos de propriedade. Tratando-se de regulação posta mediante normas jurídicas, permite, porém, a todos os interessados, preverem de que forma se dará a intervenção do Estado no mercado, posto que previamente definida e de conhecimento público.

A decisão de regular determinado mercado é, evidentemente, política, estando diretamente relacionada com o modelo econômico do país.

Com efeito, o Estado pode, alternativamente, substituir-se por inteiro às forças do mercado, ou então deixar o mercado livre de quaisquer controles. Ao regular determinado mercado, porém, o Estado implica duas decisões básicas:

- a) não eliminar as forças do mercado, por considerar ser sua sobrevivência de "interesse público"; e
- b) estabelecer, por outro lado, limitações aos participantes no mercado, reconhecendo a existência de imperfeições e dispondo-se a eliminá-las ou pelo menos reduzi-las.

Em regra, a finalidade da regulação do mercado de capitais, como a de qualquer outro, é fazê-lo apresentar efi-

¹ Veja, a propósito, [15].

² Veja, a propósito, [5].

³ Abordamos mais detalhadamente as questões de definição, objetivos e implementação da regulação do mercado de capitais em [11], especialmente nos capítulos I, II e III.

ciência alocacional e eficiência operacional. Isto é, fazer com que os recursos alocados em tal mercado obtenham o máximo retorno e que o processo de alocação dos recursos se dê ao custo mais baixo.

Quais devem ser os objetivos da regulação do mercado de capitais, tendo em vista não só sua maior eficiência, mas também seu funcionamento eqüitativo? Podemos identificar quatro objetivos básicos, separados meramente para facilitar a exposição:

1. A regulação deve levar o mercado a apresentar eficiência na determinação do valor dos títulos negociados. O ideal é que a cotação dos títulos reflita apenas as informações publicamente disponíveis. Eficiência nesse contexto significa, então, a capacidade de reação das cotações dos títulos às novas informações: quanto mais rápida for a reação, mais eficiente, em princípio, será o mercado. Na generalidade dos países, tal objetivo é implementado mediante a legislação de *disclosure*, pela qual busca-se dotar todos os investidores, ao mesmo tempo, das informações necessárias à sua avaliação dos riscos e méritos de cada oportunidade de investimento. Para que as informações possam estar disponíveis a todos ao mesmo tempo, sem que ninguém possa aproveitar-se de posições privilegiadas para obter benefícios privados, busca-se também combater o *insider trading*.
2. A regulação deve tornar o mercado eficiente nas transferências de títulos entre os investidores, sendo desejável que os custos de transação sejam reduzidos tanto quanto possível. Os principais componentes dos custos de transação são: custos de corretagem; custos da efetivação física das transferências de títulos; e riscos envolvidos quando o intermediário tem carteira própria ou administra em bases discricionárias as carteiras de seus clientes, pelos possíveis conflitos de interesses. Cabem ainda, neste contexto, normas referentes à eqüidade dos intermediários financeiros com seus clientes. Alguns princípios podem ser mencionados: os preços de corretagem devem ser proporcionais aos custos efetivamente incorridos; não deve ocorrer discriminação entre os clientes pelos intermediários financeiros e cada cliente deve receber um tratamento adequado a seus interesses e necessidades.
3. A regulação deve evitar a concentração de poder econômico,⁴ capaz de causar imperfeições no mer-

cado pela diminuição na competição. A concentração de poder econômico pode existir ao nível das sociedades emissoras, quando muito centralizado o mercado em poucos papéis, ao nível dos intermediários financeiros, principalmente quando participantes de conglomerados financeiros, e ao nível dos investidores institucionais, os quais, embora desempenhando uma função estabilizadora do mercado, podem dele afastar os investidores individuais.

4. A regulação deve evitar os conflitos de interesses, isto é, deve evitar a ocorrência de situações em que o intermediário financeiro tenha, numa determinada situação, interesses potencialmente contrários aos de seu cliente. Os conflitos de interesse tornam-se mais evidentes em bancos múltiplos ou universais (caso da Alemanha) ou em conglomerados financeiros (caso do Brasil), principalmente pelas possibilidades de vendas compulsórias de serviços não necessariamente desejados pelos clientes.⁵ Evita-se a ocorrência de conflitos de interesses mediante a especialização máxima e total separação de funções dos intermediários financeiros, o que muitas vezes é incompatível com as dimensões do mercado. Outra forma, mais realista, de efetuar tal prevenção, é mediante o *disclosure*. Com efeito, nesse caso também a prestação de informações pode desempenhar um importante papel, possibilitando aos investidores avaliar, em cada caso concreto, os eventuais conflitos de interesses de seu agente financeiro em uma operação.

Atendidos os objetivos mencionados, pode-se supor que o mercado atue eficientemente e que os consumidores de seus produtos — os investidores — encontrem-se protegidos.

Ainda que variando sua ênfase, tais objetivos estão expressos na legislação sobre mercado de capitais na maioria dos países. Sua implementação dá-se mediante normas jurídicas que, por materializarem determinada intervenção do Estado no domínio econômico, podem ser consideradas normas de Direito Econômico.⁶

Tais normas disciplinam, por via de regra, as seguintes questões:

- a) condições de acesso ao mercado, quer para as sociedades emissoras, quer para os intermediários financeiros;

⁴ Para uma análise de tal questão, veja [2].

⁵ Os principais conflitos de interesses existentes no sistema financeiro brasileiro são analisados em [20].

⁶ Veja, a propósito, [9].

- b) condições de exercício de determinadas atividades no mercado, estabelecendo basicamente quais atividades podem ser desempenhadas pelas diferentes instituições financeiras;⁷
- c) comportamento que deve ser mantido pelos intermediários financeiros e pelos administradores e controladores das companhias com títulos publicamente negociados, com vistas a não causar prejuízos aos investidores;
- d) prestação das informações (*disclosure*) consideradas relevantes, para que os investidores possam escolher entre as distintas opções de investimentos com pleno conhecimento de suas vantagens e desvantagens.

Também observa-se, no Direito Comparado, que a ênfase principal da regulação recai na legislação sobre *disclosure*. Inspirados na legislação federal sobre títulos dos Estados Unidos (principalmente o *Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934, bem como em regulamentações posteriores baixadas pela SEC), vários países vêm adotando normas de *disclosure* em seus mercados de capitais. As principais reformas na legislação societária ocorridas nos últimos anos em vários países revelam claramente a preocupação em aperfeiçoar as normas referentes à prestação de informações pelas sociedades anônimas com ações negociadas publicamente.⁸

Assim, a intervenção do Estado no mercado de capitais, sob a forma de regulação, dá-se mediante normas que estabelecem genericamente as condições de acesso, exercício, as condutas que devem ser mantidas e, principalmente, as informações que devem ser prestadas aos investidores. Não se verificam, a não ser excepcionalmente, casos de regulação substantiva, em que o Estado escolhe discricio-

nariamente os participantes do mercado, fixa preços para as emissões públicas de ações ou interfere nas cotações, ou mesmo julga o mérito de determinados títulos,⁹ impedindo eventualmente sua distribuição pública por considerá-los de má qualidade.¹⁰

A legislação sobre mercado de valores mobiliários no Brasil também seguiu tal orientação. Não se encontra, em regra, dispositivos legais que permitam regulação substantiva do mercado pelo Estado.

A atuação da Comissão de Valores Mobiliários tem sido direcionada, em grande medida, para a promoção da política de *disclosure*, estabelecida pela Lei das Sociedades Anônimas como instrumento para a proteção das minorias acionárias.

Fixou a CVM, inicialmente, determinadas Diretrizes para o Processo de Divulgação de Informações:

- "a) O sistema de divulgação visa equalizar o acesso à informação, protegendo o público investidor e gerando sua confiança; a utilização da informação privilegiada é indesejável, uma vez que permite aos que a ela têm acesso obter benefícios às custas de terceiros;
- b) A manutenção da confiança do investidor através da plena revelação dos fatos é um pré-requisito para a construção de uma economia aberta, o fortalecimento do mercado de valores mobiliários e uma maior captação de recursos de capital pelas companhias;
- c) A proteção do público investidor pela divulgação de informações não prejudica as companhias corretas e sadiamente administradas;

⁷ Para uma análise das normas de "acesso" e de "exercício" no Direito Econômico, veja [6, p. 293 e seguintes].

⁸ Veja, a propósito, [13].

⁹ Devemos reconhecer que, em trabalhos anteriores, dirigimos algumas críticas à adoção, no Brasil, do princípio de *disclosure* ao nível do mercado primário de ações. Isto porque, repetiu-se, entre nós, o princípio estabelecido na legislação federal, sobre títulos norte-americanos pelo qual cabe ao órgão regulador unicamente exigir determinadas informações, não podendo denegar o registro de uma emissão pública de ações com base em julgamento de seu mérito. Criticávamos o fato de ter-se dado a adoção de tal princípio entre nós basicamente em termos formais, uma vez que as informações, além de qualidade e fidedignidade discutíveis, não se encontravam efetivamente à disposição dos interessados, sendo portanto de pouca utilidade sua prestação. (Veja, a propósito, [11, p. 120-1]). Além disso, propusemos a necessidade de se adotar, em países com mercados ainda não desenvolvidos, uma regulação substantiva ao nível do mercado primário, que possibilitasse exame de mérito das companhias que estivessem abrindo seu capital por parte da agência reguladora estatal. (Veja, a propósito, [12]). Ainda que mantendo as críticas acima, devemos admitir que a regulação substantiva no mercado de capitais pode ser fonte de graves imperfeições, particularmente quando há poucas possibilidades de controle, por parte dos demais Poderes do Estado e do público em geral, da atuação de agências reguladoras governamentais. As críticas mais importantes ao sistema de *disclosure* adotado no Brasil, todavia, dizem respeito à falta de uma "indústria de informações", que possibilite sua disseminação entre todos, rompendo com a estrutura cartorial de acesso e utilização das informações. (Veja, a propósito, [18], especialmente caps. III e IV).

¹⁰ Exemplo de regulação substantiva pode ser encontrado no mercado sul-coreano, onde determinadas empresas são selecionadas pelo governo para abrirem seu capital, podendo ser punidas caso não o façam. Veja, a propósito, [16, p. 88 e seguintes].

d) A prática da divulgação de informações é um elemento didático que tende a influenciar favoravelmente a conduta da administração das companhias abertas.¹¹

Na implementação do processo de divulgação de informações, a CVM baixou algumas Instruções importantes, referentes às Normas e Procedimentos para Contabilização e Elaboração de Demonstrações Financeiras sobre investimentos em companhias coligadas e controladas (Instrução n.º 1), ao Regime de Publicações da Lei das S.A. (Instrução n.º 2) e, mais recentemente, ao Registro de Companhias na CVM para negociação de seus valores mobiliários em bolsa de valores ou no mercado de balcão (Instrução n.º 9). Esta última Instrução apresenta algumas inovações importantes, podendo-se nela reconhecer uma preocupação saudável com a questão da eficácia do processo de *disclosure*. Exemplo típico de tal preocupação é a obrigatoriedade de as companhias abertas manterem um "diretor de relações com o mercado", encarregado de prestar as informações requeridas aos investidores e à CVM (artigos 11 e 12). Presentemente, a CVM está submetendo à Audiência Pública o Anteprojeto de Instrução que dispõe sobre o registro de emissões públicas, estabelecendo as informações que devem as companhias abertas prestarem, em tais ocasiões, ao público. Também aqui nota-se uma preocupação em adaptar o princípio de *disclosure* às peculiaridades do mercado brasileiro, por exemplo, tornando mais flexível o prospecto de venda e demais documentos publicitários, bem como buscando estabelecer mecanismos que garantam o acesso às subscrições por parte de todos os potenciais investidores.

Constituindo o combate ao *insider trading* um complemento indispensável a uma política regulatória fundamentada principalmente na divulgação plena de informações, cabe mencionar alguns desenvolvimentos importantes nesse setor. Aplicando os dispositivos legais que proíbem aos administradores de companhias abertas a utilização de informações confidenciais da empresa em proveito próprio (§ 1.º do artigo 155 da Lei 6.404/76) e que os obrigam a divulgar pela imprensa fato relevante nos negócios da empresa (§ 4.º do artigo 157 da Lei 6.404/76), a CVM puniu administradores de uma companhia aberta por terem violado tais dispositivos.¹² Este foi o primeiro caso de punição a *insider trading* no Brasil, constituindo portanto importante marco na jurisprudência administrativa da CVM e no próprio modelo regulatório de mercado de capitais.

Além disso, a CVM deverá baixar brevemente uma Instrução sobre o *insider trading*, que tem como uma de suas principais inovações o fato de considerar *insiders* não apenas os administradores de companhias abertas, mas também seus acionistas e os intermediários financeiros.

Assim, considerável esforço tem sido dirigido à questão da divulgação de informações, o que demonstra atenção ao primeiro dos objetivos da regulação, antes mencionados. Com relação aos demais, cumpre notar que alguns estudos importantes têm sido realizados pela CVM, particularmente com referência às questões da concentração do poder econômico e dos conflitos de interesse.¹³ Poucas medidas regulatórias, porém, têm sido tomadas como consequência de tais estudos. Por outro lado, deve-se reconhecer que medidas estruturais visando combater os conflitos de interesse ou reduzir a concentração de poder econômico só poderiam ser tomadas no bojo de uma reforma mais ampla do sistema financeiro, assunto presentemente fora da pauta das discussões governamentais.

O "CASO VALE"¹⁴

Cronologicamente, os acontecimentos que, de certa forma, anteciparam a eclosão do "Caso Vale" tiveram início nos primeiros dias de 1980, com a adoção, pelo Conselho Monetário Nacional, de prefixação da correção monetária em 45% e da correção cambial em 40%. Tais medidas tiveram reflexos imediatos no mercado acionário, fazendo com que praticamente em uma quinzena, o volume de negócios nas Bolsas do Rio de Janeiro e de São Paulo apresentasse uma alta de cerca de um bilhão de cruzeiros.

Entre as ações mais cotadas nesse período de alta bursátil estavam as da Companhia Vale do Rio Doce, que chegaram a apresentar, durante o mês de janeiro, um acréscimo de aproximadamente 66% em sua cotação. Uma série de motivos, como as dúvidas sobre o critério a ser utilizado pela companhia quando da contabilização das perdas cambiais resultantes da maxidesvalorização, as notícias veiculadas sobre descobertas de jazidas pela DOCEGEO e, de maneira especial, a alta do preço internacional do minério, serviam como explicação para o fato de suas ações, cotadas a Cr\$ 2,90 no primeiro pregão do ano de 1980 (2/1/80), atingirem ao final do mês de janeiro, a cifra de Cr\$ 4,95.

¹¹ Voto CVM n.º 426/78 — "Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios" — aprovado pelo CMN em 21/12/78 em [3, p. 107].

¹² Referimo-nos ao caso da punição de administradores da Servix Engenharia S.A., conforme Inquérito Administrativo CVM n.º 01/78, publicado no DOU, de 18/06/79.

¹³ Veja, a propósito, [4] — alentado estudo divulgado pela CVM.

¹⁴ Valemo-nos, na presente narração, unicamente de informações publicadas em jornais e revistas.

Note-se que no dia 31/01/80, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, temerosa da ocorrência de alguma forma de manipulação, suspendera, por meia hora, a negociação com as ações da Vale no pregão, pedindo à Companhia explicações mais detalhadas tanto sobre os critérios a serem adotados na sua contabilização da correção monetária quanto sobre as notícias das descobertas de jazidas de ouro. Em resposta à Bolsa de Valores, a Vale, além de lamentar a especulação havida com relação às suas ações — compreensível, a seu ver, pela elevação do preço do minério no mercado internacional — justificava as informações sobre as perspectivas de exploração de ouro como já constantes de relatórios de anos anteriores, solicitando, ao mesmo tempo, um prazo mais dilatado para solucionar os problemas relativos a seus resultados financeiros, sendo a explicação aceita pela Bolsa de Valores e pela Comissão de Valores Mobiliários.

Outro fato deve também ser mencionado: a 25 de fevereiro, noticia-se que a CVM teria enviado à CNBV um ofício, no qual, reconhecendo a dificuldade em se fazer cumprir a Carta-Circular nº 303/78 — que regula as condições para a realização em bolsa de operações especiais — enfatizara a necessidade de um novo estudo, visando operacionalizar seus dispositivos.

Nos primeiros dias de março, a determinação da Comissão de Valores Mobiliários em alterar as margens de garantia nas operações de mercado futuro para 25%, a ser depositado em dinheiro, como também o efeito retroativo atribuído a tal medida, reduziu em 30% o volume global das negociações no mercado de ações. Embora com essa atitude procurasse a CVM evitar uma alavancagem exagerada e reduzir a concentração de operações no mercado futuro, temia-se que essa determinação, além de ferir o princípio da auto-regulação, contribuísse para provocar uma superoferta de títulos em data predeterminada, ou seja, nas vésperas da liquidação dos contratos futuros.

Entre os dias 3 e 6 de março, o volume de ações da Vale negociado nas bolsas de valores variava numa média de 3 a 7 milhões de títulos diários, elevando-se entretanto, na 6ª feira, dia 7, para 21,5 milhões, e tornando a baixar novamente na 2ª feira, dia 10, para 11,4 milhões. A "crise Vale" teve início, na realidade, no dia 11 de março, quando chegaram a ser negociados, na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, 98.184 milhões de ações, representando cerca de 57,6% do movimento geral de títulos, por preços variando entre Cr\$ 4,85 e Cr\$ 4,50, numa média de Cr\$ 4,65. Em

São Paulo, a venda atingiu 6.156 milhões de ações, ao preço médio de Cr\$ 4,76.

No dia 12 de março, outro lote de 38.190 milhões de ações é negociado no pregão da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Em São Paulo, a Bolsa suspende as negociações com as ações da Vale; porém, por determinação da CVM, tais ações voltaram ao pregão. As primeiras especulações apontavam o próprio Tesouro Nacional, acionista majoritário da Vale, como o grande vendedor, explicando-se o exagerado volume de vendas efetuadas como um modo de captação dos recursos indispensáveis para a execução dos planos de expansão da empresa. A 12 de março, a CVM informava aos jornais que a operação com as ações da Companhia Vale do Rio Doce, no dia anterior, embora atípica, fora legítima, não tendo qualquer caráter de manipulação. Acrescentava, ainda, a Comissão, que o vendedor fora uma entidade do governo, e que a negociação destinava-se a suprir necessidades monetárias da Caixa do Tesouro, tendo, por esse motivo "o interesse da nação prevalecido sobre os princípios de oferta do mercado". Ao mesmo tempo, a Companhia Vale do Rio Doce, em telex à Bolsa de Valores e à Comissão de Valores Mobiliários, isentava-se de qualquer responsabilidade pela ocorrência, pois além de não estar vendendo suas próprias ações — desde que não possui ações em Tesouraria — gozava, no momento, de uma situação financeira sólida e tranqüila.

No dia 13 de março, a cotação das ações subiu nas Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e de São Paulo, valorizando-se 14,5% na primeira e 20% na segunda, e atingindo no fechamento do pregão a cotação de Cr\$ 6,30. No mesmo dia, informou o Ministro da Fazenda que o dinheiro arrecadado com a venda das ações (Cr\$ 456,9 milhões somente no dia 11) destinava-se a atender programas governamentais que não dispunham de recursos, evitando-se, assim, novas emissões de moeda. Ao mesmo tempo, acrescentava o Ministro que a operação estava legalmente prevista no artigo 60 da Lei 4.728/65 — que permite ao Poder Executivo alienar ações de sociedades de economia mista, desde que mantida a participação mínima de 51% do capital votante — e que, como não houvera manipulação (conforme já certificara a CVM), conseqüentemente não se ferira o mercado, nem se causara prejuízos ao público. A Comissão de Valores Mobiliários, endossando a declaração governamental, considerou, no mesmo dia, que houvera infração legal exclusivamente por parte da corretora encarregada da intermediação, que não respeitara o item 10 da Carta-Circular nº 303/78, que estabelece condições para a execução de operações consideradas "especiais". Nesse sentido, envia, no dia 14, ofício à Bolsa de Valores do Rio de Janeiro para que investi-

gue a operação sob todos os seus aspectos. Deve-se notar que a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro iniciara, no dia 12, sindicância, tendo em vista a apuração de eventuais irregularidades praticadas pela corretora encarregada da negociação — a Ney Carvalho — basicamente pela possibilidade de ter infringido a Carta-Circular nº 303.

No dia 15 de março, o “Caso Vale” ainda era mancha em quase todos os jornais. O Ministro da Fazenda retomou as explicações afirmando haver o governo autorizado a operação, tendo em vista uma dupla finalidade: a estabilização do mercado acionário e a obtenção de recursos necessários à viabilização do Proálcool. Paralelamente, a ABAMEC, através de notas divulgadas pela imprensa, pregava a necessidade de se desvincular a administração das bolsas de valores de pessoas atuantes no mercado, enfatizando a urgência de se constituir uma administração profissional das bolsas, nos moldes norte-americanos.

A 19 de março, o Jornal do Brasil destacava com ênfase que o governo autorizara, desde o último dia 4, com o objetivo de diluir os papéis da Vale no mercado, a venda de até 200 milhões de suas ações, recomendando que fosse aumentado o volume diário das vendas à medida que o preço caísse, e fixando o valor mínimo em Cr\$ 4,50 por ação. Entretanto, a medida não surtiu o efeito desejado, sendo tal volume de títulos imediatamente absorvido pelo mercado, passando a ação a ser negociada, já no dia 21, a Cr\$ 6,74, ou seja, sofrendo uma valorização de 132% em relação à cotação do primeiro pregão de 1980. Algumas fontes justificavam o fenômeno como sendo fruto tanto da retenção da grande quantidade de ações da Companhia (85%) nas mãos do governo — enquanto o mercado vinha sendo “enxugado” desses papéis desde a adoção do carimbo — quanto da pressão exercida por um grupo de bancos, que estariam “puxando” as cotações além de um limite razoável, em face da rentabilidade da empresa. Ainda nesse mesmo dia, prosseguindo em suas sindicâncias, o Conselho de Administração da BVRJ decide convocar seu Presidente para, na qualidade de titular da Corretora que realizara a venda das ações da Vale, prestar esclarecimentos sobre a operação. A 25 de março, confirmou o Ministro da Fazenda na Câmara dos Deputados os objetivos anteriormente mencionados da venda das ações da Vale: captação de recursos para o Proálcool e estabilização do mercado acionário. Ressaltando, ainda, a importância do sigilo com que se revestia a operação como condição indispensável à sua eficácia, afirmou haver sido este o motivo pelo qual não atendera, o governo, à Carta-Circular nº 303 da CVM. Além disso, enfatizou a legalidade da operação, realizada em conformidade com a Lei 4.728/65, bem como esclareceu que a Corretora Ney Carvalho não tivera conhecimento do montante total da operação de venda.

A 29 de março, o Conselho da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro encerrou as sindicâncias que instaurara um

dia após a eclosão da crise (12/03/80), inocentando, por unanimidade, a Corretora encarregada da negociação. Afirmando não haver ela se beneficiado com vantagens indevidas e nem haver infringido a Circular nº 303 da Comissão de Valores Mobiliários — uma vez que não estava ciente da quantidade de ações a ser transacionada —, a Bolsa recusou-se a discutir o mérito da questão, limitando-se a divulgar um documento em que pregava “a observância de certas regras básicas”, por todos que participam do mercado de capitais, como condição precípua de sua viabilidade.

ANÁLISE LEGAL DO CASO E DE SUAS POSSÍVEIS CONSEQUÊNCIAS

Descrito o “Caso Vale”, de forma resumida e certamente incompleta (muitas informações ainda não são de domínio público), cabem comentários, de natureza principalmente legal, sobre algumas das questões suscitadas em sua discussão. Alertamos, inicialmente, que não estaremos voltados para o julgamento ou crítica legal da conduta de qualquer das partes envolvidas. Com efeito, tal tarefa caberá aos órgãos encarregados da aplicação das leis, ao Judiciário e à Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito de sua competência administrativa, após uma apuração mais completa de todos os fatos.

A primeira constatação, tendo em vista os objetivos e princípios da regulação, é de que o caso representou tipicamente uma “antipolítica de divulgação de informações”. Nesse sentido, foi claramente contrariado o primeiro dos objetivos da regulação: o de fazer com que o mercado apresente eficiência na determinação do valor dos títulos negociados, devendo as cotações refletirem unicamente as informações disponíveis para o público. Isto porque a operação não só não foi precedida de amplo *disclosure*, que permitisse a todos o acesso, nas mesmas condições, às negociações, mas também visou explicitamente influir na cotação de ações.

Tal questão, de natureza mais propriamente doutrinária, suscita algumas outras, referentes às normas legais aplicáveis ao caso. A primeira delas diz respeito especificamente à operação de venda de blocos substanciais de ações no mercado. Muito se discutiu sobre a possibilidade de poder ou não o controlador de companhia aberta de economia mista vender livremente suas ações no mercado. Não há dúvida de que possa fazê-lo. O artigo 60 da Lei 4.728/65 expressamente autoriza o Poder Executivo a alienar ações de propriedade da União de sociedades de economia mista, desde que mantido o controle acionário nas mãos do Estado. A questão seguinte diz respeito à forma pela qual as ações foram vendidas: deveria ou não o vendedor atender às

exigências da Carta-Circular n.º 303/78 da CVM,¹⁵ que estabelece as condições para realização em bolsa de "operações especiais"? Nos termos da Carta-Circular n.º 303, de canhestra redação, não está o vendedor obrigado a adotar qualquer procedimento especial. Tal documento, que examinaremos com mais detalhes em seguida, dirige-se às bolsas e a seus membros, cabendo a estes últimos informar aos clientes quanto aos procedimentos que deverão adotar por ocasião de "operações especiais". Assim, por parte do vendedor (a União) não houve desatendimento à letra da referida Carta-Circular, a não ser que fique demonstrado ter sido informada pelo intermediário financeiro da necessidade de adotar um procedimento especial.

Por outro lado, embora não descumprida em sua redação quanto aos destinatários de suas disposições, a Carta-Circular n.º 303 foi desatendida em seus objetivos. Isto por-

que, entre eles está o fito de evitar pressões de vendas sem que sejam prestadas as informações adequadas.

A Carta-Circular n.º 303, porém, não permite maiores discussões jurídicas. Seu valor legal é mesmo bastante discutível, visto que não atende aos requisitos de publicidade das normas jurídicas, nem a requisitos formais e estruturais mínimos que possam caracterizar suas disposições como obrigatórias. Não está sequer mencionada a existência de Cartas-Circulares entre os atos a serem expedidos pela CVM no exercício de suas atribuições, enumerados na Deliberação CVM n.º 1/78.

Este ponto merece alguma reflexão, pois, na realidade, relaciona-se à questão da forma como se devem implementar os objetivos e princípios da regulação. Em alguns casos, tal implementação se dá mediante regras sem qual-

15 "CARTA CIRCULAR/CVM/PTE/N.º 303/78

Ref.: Condições para realização em Bolsa de Operações Especiais

A presente visa consolidar diversas instruções a respeito das condições para realização, em pregão das Bolsas de Valores, de operações especiais.

A partir desta data, deverão ser negociados com características e requisitos especiais, os lotes de valores mobiliários, cuja negociação se caracterizar por envolver ou se originar de:

- 1 - Solicitações do Poder Judiciário;
- 2 - Solicitações de representantes de Sociedades em liquidação extra-judicial;
- 3 - Solicitações das sociedades anônimas para venda de ações de acionistas em mora (item II do art. 107 da Lei n.º 6.404/76);
- 4 - Solicitações das Companhias para venda de frações de bonificação decorrentes de capitalização de reservas (§ 3.º do art. 169 da Lei n.º 6.404/76);
- 5 - Ações pertencentes à União, Estados, Municípios, empresas públicas ou de economia mista;
- 6 - Sobras decorrentes do não exercício de direitos de subscrição particular por acionistas de Cias. Abertas (alínea "a" do § 7.º do art. 171 da Lei n.º 6.404/76);
- 7 - Direitos de subscrição pertencentes a fundadores de Cias. emissoras, ou a pessoas a elas equiparadas (art. 19 da Lei n.º 6.385/76), vale dizer:
 - 7.1 - acionista controlador ou pessoas controladas pela emissora;
 - 7.2 - o coobrigado nos títulos;
 - 7.3 - instituições financeiras e demais sociedades a que se refere o inciso do art. 15 da Lei n.º 6.385/76;
 - 7.4 - quem quer que tenha subscrito valores da emissão ou os tenha adquirido à Cia. emissora, com o fim de os colocar no mercado.
- 8 - Transferência ou reforço de controle acionário;
- 9 - Lote de ações representando 5% ou mais do capital integralizado;
- 10 - Quantidade de ações sensivelmente superior à média diária negociada nos últimos pregões, ou qualquer bloco substancial, mesmo que a negociação não envolva transferência de controle;
- 11 - Preço sensivelmente superior ou inferior à média dos últimos pregões;
- 12 - Qualquer negociação cujas características não estejam contempladas nos regulamentos de operações das Bolsas de Valores.

Todas as ocorrências acima indicadas serão examinadas caso a caso pelas Bolsas, que deverão fixar as condições de realização da operação especial e acompanhar sua execução, desde que nesses casos não se configure nenhuma das situações apontadas nos itens 7 e 8.

As situações apontadas nos itens 7 e 8 deverão ser submetidas previamente à CVM - Comissão de Valores Mobiliários.

Nos casos mencionados nos itens 6, 9, 10, 11 e 12, as Bolsas deverão informar posteriormente à CVM as soluções e providências que foram adotadas para a realização destas operações especiais. Estas soluções e providências (forma de divulgação ao público, forma de negociação, tipo e forma pela qual informações serão prestadas ao público etc.) serão adotadas conforme as oportunidades exigirem.

Finalmente, resta ressaltar que a adoção de condições para realização de operações especiais visa, principalmente, evitar a realização de emissões públicas, sem o registro prévio exigido pela legislação; pressões de compra ou de venda sem informação adequada; bem como a efetivação de transferência de controle sem obediência às normas legais.

Dada a importância destes objetivos, é imprescindível que os mesmos sejam diligentemente perseguidos pela administração das Bolsas. Assim, no tocante às recomendações dos itens 7, 8, 9 e 10, não se pode restringir análises a um único negócio em apenas um pregão. Negócios consecutivos que um único cliente pretenda executar em diversos pregões, poderão configurar situações identificadas nos itens mencionados, devendo receber o tratamento para elas indicado, mesmo que para tanto se torne necessário o cancelamento de negócios já realizados.

Este documento deve ser divulgado pelas Bolsas de Valores junto a seus membros, os quais devem zelar para que, quando da identificação de qualquer das situações aqui indicadas, sejam seus clientes informados quanto aos procedimentos que deverão adotar, e as Bolsas de Valores comunicadas antes da execução de qualquer ordem em pregão."

quer conteúdo jurídico, baixadas por entidades corporativas (caso da Inglaterra, por exemplo, em que as bolsas e o "Panel on Take-Overs and Mergers" atuam como entidades auto-reguladoras sem quaisquer poderes delegados por lei). No outro extremo, temos casos de implementação bastante formalizada, em que o Estado legisla detalhadamente sobre o mercado, seja mediante leis, seja mediante regulamentos administrativos. É tipicamente o que ocorre nos Estados Unidos, onde a legislação é minudente e a atuação da SEC bastante formalizada. Há mesmo algumas críticas ao fato de a SEC, em regra, aguardar a ocorrência de fraudes para depois puni-las, ao invés de recomendar aos participantes do mercado a adoção de comportamentos considerados desejáveis. Entre tais extremos, temos casos em que, além de aplicar a legislação existente, o órgão regulador também atua mediante "conselhos" ou "recomendações" ao mercado (Comissão de Operações de Bolsa, na França, e Comissão Bancária Belga, principalmente esta última). Assim, muitas vezes tais agências "regulam" de maneira informal, indicando ao mercado os comportamentos adequados. A sanção também não é jurídica, mas principalmente moral, consistente na divulgação, pela imprensa, daqueles intermediários ou companhias abertas que estão desatendendo às recomendações do órgão regulador.

Numa certa medida, o presente caso parece ter demonstrado as dificuldades de aplicação, no Brasil, do último modelo acima mencionado. A CVM em várias ocasiões ressaltou o aspecto "didático" de certas normas da Lei das S.A. ou mesmo de regulamentos administrativos, mencionando o caráter de "recomendação" que estaria contido em alguns de seus atos normativos.¹⁶ Este ponto deve merecer alguma reflexão por parte da CVM. Por definição, normas jurídicas significam comandos, permissões ou atribuições de poder ou competência; não são então "ensinamentos", conselhos ou recomendações. Isto não significa que não deva a agência reguladora lançar mão, eventualmente, de métodos persuasórios, ao invés de punitivos. Significa apenas que, ao decidir regular determinada questão, deve fazê-lo da forma legalmente mais adequada, mediante normas jurídicas, evidentemente nos limites de sua

esfera de competência. Esta questão assume maior relevo na medida em que as normas baixadas pela CVM deverão ser, em número crescente de casos, apreciadas em litígios judiciais.

O ponto mencionado é reflexo de uma certa contradição (não resolvida) entre os objetivos de regulação e desenvolvimento do mercado, assumidos como de igual importância pela CVM, a qual pode, algumas vezes, ocasionar timidez excessiva na política reguladora, por temor a prejuízos no desenvolvimento do mercado. A única forma de conciliar tais objetivos é assumir que, a longo prazo, a regulação é condição necessária (embora não suficiente) para o desenvolvimento do mercado.

Além da necessidade de revisão da forma da Carta-Circular n.º 303 (a questão evidentemente deveria ter sido disciplinada mediante Instrução), cabem algumas observações quanto ao seu conteúdo. O presente caso demonstra de maneira clara a necessidade de serem as operações especiais previamente registradas na CVM, não bastando o seu exame pelas bolsas.

A forma pela qual foram executadas as ordens de venda das ações da Vale na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro permite também alguma reflexão sobre a auto-regulação no Brasil.¹⁷ A auto-regulação significa basicamente a fiscalização, pelos próprios membros do mercado organizados em associações privadas, de suas atividades, com vistas à manutenção dos padrões legais e principalmente éticos. No mercado de capitais, as entidades tipicamente auto-reguladoras são as bolsas de valores, que detêm, no sistema brasileiro, poderes delegados por lei para exercerem tais atividades de fiscalização. A CVM tem assumido uma posição bastante favorável à auto-regulação.¹⁸ Os conflitos de interesse que se evidenciaram na estruturação de tal sistema, porém, sugerem uma reavaliação da auto-regulação exercida pelas bolsas de valores. Com efeito, seria bastante razoável esperar-se uma análise da estrutura administrativa das bolsas, bem como maior supervisão governamental sobre tais enti-

¹⁶ Além da própria Carta-Circular n.º 303, outro exemplo de "recomendação" pode ser encontrado na Instrução n.º 9/79 da CVM, em cujo artigo 15 dispõe-se ser "recomendável, mas não obrigatória" a prestação de determinadas informações pelas companhias abertas ao se registrarem na CVM. A Nota Explicativa n.º 15/79 esclarece que "no artigo 15, inova-se à medida que se inclui em um texto legal, de natureza basicamente imperativa, recomendações. Com isso visa a CVM dar ênfase à relevância de certo tipo de informação, muito desejada pelo mercado, mas cuja natureza é tida como sofisticada. Caberá à empresa, dada a importância que atribua ao mercado de valores mobiliários como fonte de recursos, decidir por aplicar-se mais ou menos à prestação deste tipo de informação". A noção de "informação sofisticada" parece ter sido influenciada pelo conceito de *soft information* do mercado norte-americano, que diz respeito principalmente a informações caracterizadas por certo grau de subjetividade, a partir de opiniões, estimativas ou predições, em contraste com o conceito de *hard information*, baseado em fatos empiricamente verificáveis. Veja, a propósito, [19].

¹⁷ Analisamos mais longamente o problema da auto-regulação, com particular ênfase à responsabilidade legal das bolsas pelo seu exercício em [10].

¹⁸ Veja, a propósito, o Voto CVM n.º 426/78, apresentado na nota de rodapé 11, onde se estabelece que "A adoção pela CVM do sistema de auto-regulação para determinadas atividades no mercado de Valores Mobiliários objetiva aumentar a eficiência da atividade regulatória, evitando a centralização excessiva do poder de editar normas e fiscalizar seu cumprimento".

dades, que poderiam passar a atuar efetivamente como órgãos auxiliares da CVM na fiscalização do mercado.¹⁹

Cabe mencionar, aliás, que a tendência de maior supervisão governamental sobre as entidades auto-reguladoras pode ser observada em vários países, decorrente de crescente ceticismo sobre as vantagens da manutenção de tal sistema.²⁰

Estas questões — necessidade de reavaliação, pela CVM, de alguns aspectos ligados à implementação de sua política reguladora, bem como do sistema de auto-regulação — tornaram-se mais evidentes a partir do "Caso Vale". Não esgotam, porém, as discussões legais que o presente caso ainda deverá suscitar.

Se há dificuldades na aplicação direta da Carta-Circular n.º 303 ao presente caso, tal não significa que outras normas jurídicas não possam ser aplicadas. Com efeito, as discussões publicamente travadas centravam-se na questão da aplicabilidade ou não da referida Carta-Circular, sem referência às normas jurídicas que permitem melhor compreensão de alguns de seus enunciados.

Senão, vejamos: o artigo 19 da Lei 6.385/76 dispõe expressamente que "nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída sem prévio registro na Comissão" (grifo nosso). Trata-se claramente de norma cogente,

de ordem pública, visando proibir a venda ao público de valores mobiliários no mercado paralelo, isto é, no mercado não regulado pela CVM. O parágrafo 1.º do artigo 19 dispõe que são atos de distribuição, entre outros, a venda de valores mobiliários "(...) quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas". Nos termos do parágrafo 2.º do referido artigo, equiparam-se à companhia emissora, entre outros, o seu acionista controlador. Complementarmente, dispõe o parágrafo 3.º do artigo 19 da Lei 6.385/76 que, além de outros casos, caracteriza a emissão pública a procura de adquirentes por meio de corretores.²¹

Cabe notar, inicialmente, que a Lei 6.385/76, nesse particular, repete em parte os preceitos da Lei 4.728/65. Os dispositivos legais são bastante confusos, apresentando má redação, o que não exime o intérprete de, sistematicamente, buscar sua exegese.

O artigo 16 da Lei 4.728/65 dispunha que as emissões de títulos ou valores mobiliários só poderiam ser efetuadas no mercado de capitais mediante o sistema de distribuição. O parágrafo 1.º considerava, para efeitos do artigo 16, ser emissão a oferta ou negociação de títulos ou valores mobiliários efetuados não só pela sociedade emissora, mas também pelas instituições financeiras intermediadoras ou pelo acionista controlador da sociedade emissora. Ou seja, equiparava o acionista controlador à sociedade emissora. Para

¹⁹ Veja, a propósito, o artigo 17 da Lei 6.385/76:

"Art. 17 — As Bolsas de Valores terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único — Às Bolsas de Valores incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações nelas realizadas".

Deve-se notar que a CVM pode propor ao Conselho Monetário Nacional a aprovação de normas sobre os órgãos de Administração das Bolsas, bem como sobre o exercício de seu poder disciplinar com relação a seus membros (Lei n.º 6.385/76, artigo 18, I, c, d e f).

²⁰ Na França, a criação da Comissão de Operações de Bolsa, em 1967, implicou a perda de poderes da Câmara Sindical dos Corretores e das Bolsas. Nos Estados Unidos, as Emendas Legislativas às leis de títulos (1975 Securities Acts Amendments) aumentaram os poderes de supervisão da SEC sobre as entidades auto-reguladoras, presentemente discutindo-se quais as possibilidades de sobrevivência das Bolsas em face da criação do Mercado Central de Títulos. Na Inglaterra, último bastião da auto-regulação voluntária, tal sistema foi alvo, nos últimos anos, de pesadas críticas, tendo sido proposta, pelo Partido Trabalhista, a criação de uma agência estatal semelhante à SEC. Como saída conciliatória, foi constituído um organismo de supervisão sobre as bolsas e o Panel on Take-Overs and Mergers, também corporativo, denominado Council for the Securities Industry (CSI), cujo presidente é nomeado pelo presidente do Banco da Inglaterra. Veja, para um resumo das discussões travadas na Inglaterra sobre a auto-regulação [7, p. 72-81].

²¹ "Art. 19 — Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída sem prévio registro na Comissão.

§ 1.º — São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.

§ 2.º — Equiparam-se à companhia emissora para os fins deste artigo:

I — o seu acionista controlador e as pessoas por ela controladas;

II — o coobrigado nos títulos;

III — as instituições financeiras e demais sociedades a que se refere o artigo 15, inciso I;

IV — quem quer que tenha subscrito valores da emissão, ou os tenha adquirido à companhia emissora, com o fim de os colocar no mercado.

§ 3.º — Caracterizam a emissão pública:

I — a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público;

II — a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos, por meio de empregados, agentes ou corretores;

III — a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação (...)"

que efeitos? Para obrigá-lo a vender seus títulos através do sistema de distribuição (bolsas de valores e instituições financeiras). Tal interpretação foi claramente adotada pelo Tribunal Federal de Recursos, na única decisão judicial (ao que nos conste) sobre tal questão.²² O voto do Relator, Ministro Justino Ribeiro, manifesta inequivocamente a noção de que o acionista controlador equipara-se à sociedade emissora, só podendo vender seus títulos através do sistema de distribuição, previsto no artigo 5.º da Lei 4.728/65.

Por outro lado, a decisão deixou claro que a equiparação do controlador à sociedade emissora dava-se apenas para os fins do artigo 16, mas não para os do artigo 21, ou seja, para fins de distribuição mediante as instituições enumeradas no artigo 5.º, não sendo obrigatório o registro da operação no Banco Central.²³

A Lei 6.385/76, que atualmente regula a matéria, seguiu orientação quase idêntica à da Lei 4.728/65, porém, com uma fundamental diferença: a equiparação do acionista controlador à sociedade emissora verifica-se não apenas para obrigá-lo a vender através do sistema de distribuição, (artigo 19, parágrafo 4.º), mas também para obrigá-lo a registrar a distribuição de emissão pública na Comissão de Valores Mobiliários (artigo 19, *caput*). A equiparação prevista no parágrafo 2.º é evidentemente limitada, para os fins do referido artigo 19. Quais os "fins do artigo 19"? Proibir a realização de distribuição de emissão pública no mercado, seja distribuição primária, seja distribuição secundária, sem prévio registro na CVM. E a venda de ações por parte do acionista controlador, efetuada através de bolsa ou instituição financeira, importa tipicamente em distribuição secundária.

A necessidade de registro de distribuição secundária já havia sido mencionada pela Comissão de Valores Mobi-

liários.²⁴ Já fora, anteriormente, exigido o registro de tais operações pelo Banco Central, (antes mesmo da criação da CVM) mediante Ofício n.º 71/197, de 01/10/71. Não se trata, portanto, de questão juridicamente irrelevante. Deve-se mencionar, a propósito, que a Lei 4.728/65 foi bastante influenciada (particularmente no que se refere às noções de emissão pública e distribuição) pela legislação federal norte-americana, na qual regula-se a distribuição secundária, exigindo-se, em certos casos, o seu registro na SEC. Tipicamente, se o vendedor de ações controla a companhia emissora e as vende mediante uma oferta pública, ou em montante superior aos limites estabelecidos em lei (variáveis de acordo com a posição do vendedor e com os mercados em que tais ações estão listadas), está obrigado a registrar a distribuição secundária na SEC, devendo cumprir as exigências de *disclosure*.²⁵

Assim, a venda de ações pelo controlador da companhia aberta emissora, se efetuada através de instituição financeira ou de bolsa (ou seja, mediante o sistema de distribuição, disciplinado pelo artigo 15 da Lei 6.385), importa em distribuição secundária, havendo necessidade de registro da operação. Mesmo a venda de uma única ação? Evidentemente, não. A Carta-Circular n.º 303/78, agora sim, pode servir-nos como elemento de interpretação das normas da Lei 6.385, na medida em que trata de alguns casos típicos de distribuição secundária (particularmente em seus itens 9, 10 e 11). Assim, tendo em vista uma interpretação sistemática, o controlador que vende lotes de ações representando mais de 5% do capital integralizado da companhia, ou blocos substanciais, ou quantidades de ações sensivelmente superior à média diária dos últimos pregões, ou ainda a preços sensivelmente superiores ou inferiores à média dos últimos pregões, está obrigado, não pela Carta-Circular n.º 303, mas pela Lei 6.385, a fazê-lo em condições especiais, fixadas caso a caso pelas bolsas, enquanto não estabelecido o procedimento para o registro na CVM.

²² Mandado de Segurança n.º 85.187 — Distrito Federal
"EMENTA: 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. 5.º da Lei n.º 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, § 3.º), mas a pena de multa só se aplica em caso de desobediência, contumácia ou reincidência (art. 4.º, § 6.º, desse diploma e art. 44, § 2.º, da Lei n.º 4.595/64)". Brasília, 09 de novembro de 1978.

²³ Idêntico entendimento verifica-se em [21].

²⁴ No voto CVM n.º 426/78, citado na nota de rodapé 11, entre os tipos de registros a serem instituídos, inclui-se:
"c) Registro de distribuições secundárias. Destina-se a prover informações, em certas situações, de distribuição de valores mobiliários no mercado secundário, caracterizadas, seja por se tratar de um lote substancial de títulos, cuja origem leve o investidor a necessitar de maiores esclarecimentos, seja pela forma que se pretenda adotar para sua colocação junto ao público. Dada a existência de um registro atualizado sobre a companhia, cabe apenas prover informações sobre a distribuição em si. A exigência desse registro será efetivada gradualmente, à medida que for solicitado, pelas condições vigentes no mercado."

²⁵ Para uma análise crítica da "Rule 144" da SEC, que regula os casos de registro de distribuições secundárias, bem como das principais tendências da evolução de tal disciplina, em face da proposição de um Código Federal de Títulos, veja [14] e [1].

Há ainda outros dispositivos legais que deverão ser discutidos, judicial e administrativamente, por sua possível aplicação ao presente caso. Inicialmente, o disposto no artigo 4.º da Lei 6.385, pelo qual o Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários deverão exercer suas atribuições para, entre outros objetivos, "evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinada a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preços dos valores mobiliários no mercado" (inciso V). A mesma lei delegou expressamente poderes à CVM para definir a configuração de tais práticas nocivas ao mercado (artigo 18, inciso II, a).

Com base em tais poderes, a CVM baixou a Instrução nº 8/79. Em seu item I, veda aos administradores e acionistas de companhias abertas, bem como aos intermediários e demais participantes do mercado, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não eqüitativas.

Conceituam-se como condições artificiais de demanda, oferta ou preços de valores mobiliários "aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa, provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários" (item II, a da mencionada Instrução). Por manipulação de preço entende-se "a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra" (item II, b).

Considera-se, ainda, falta grave a ocorrência de tais práticas, podendo ser aplicadas as penalidades previstas no artigo 11, incisos I a VI da Lei 6.385 (advertência; multa de até 500 ORTN ou de até 30% da operação; suspensão do exercício do cargo de administrador de companhia aberta ou de instituição financeira; inabilitação para o exercício de tais cargos; e suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei 6.385).

Ademais, poderão talvez ser aplicados os dispositivos legais referentes ao *insider trading*. Ainda que tais dispositivos estejam, nos termos da Lei das S.A. (art. 155, parágrafos 1.º, 2.º e 3.º), voltados mais diretamente para a repressão ao *insider trading* praticado por administrador de companhia aberta, há base legal para a extensão de tal repressão

aos acionistas de companhia aberta, bem como aos intermediários financeiros e demais participantes do mercado.²⁶

Com efeito, a noção de "prática não eqüitativa", tal como definida na Instrução nº 8 da CVM, demonstra tipicamente a preocupação em tornar mais abrangente a proibição ao *insider trading*. Ali considera-se "prática não eqüitativa no mercado de valores mobiliários aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação". Cabe, também nesse caso, a aplicação das penalidades do artigo 11 da Lei 6.385.

As questões legais aqui mencionadas certamente serão discutidas com maior profundidade, na medida em que concretamente aplicadas ao presente caso.

Tal aplicação deverá ocorrer, inicialmente, no âmbito administrativo, mediante a abertura de inquérito e, provavelmente, posterior processo administrativo pela CVM. Deverão ser analisados pela CVM à luz dos fatos que apurar, se ocorreram efetivamente:

1. distribuição secundária de ações;
2. *insider trading*;
3. atos caracterizadores de criação de condições artificiais de oferta de valores mobiliários;
4. manipulação de preços;
5. práticas não eqüitativas; e
6. eventual ausência de fiscalização por parte da entidade auto-reguladora.

Para tal, está munida de farto arsenal jurídico. A capacidade de utilizá-lo convenientemente será decisiva para a efetiva institucionalização da CVM como órgão regulador do mercado de valores mobiliários.

Também no âmbito judicial deverão ser apreciadas algumas das questões mencionadas, já havendo ações em andamento. Cabe lembrar que a CVM também deverá assessorar os juízes em tais processos, quer em matéria de fato (daí a importância de seu inquérito administrativo), quer em matéria de direito.²⁷

²⁶ No Direito Comparado, particularmente nos casos da legislação francesa e norte-americana, observa-se nítida tendência no sentido de tornar mais abrangente o conceito de *insider*, conforme procuramos mostrar em [15]. Tal orientação parece que está começando a ser aceita também pela CVM. No Projeto de Instrução sobre *insider trading*, recentemente submetido à audiência pública, dispõe o seu artigo 1.º que "é vedado aos administradores, aos acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado valerem-se de informação relativa a ato ou fato relevante, à qual tenham acesso privilegiado, para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante negociação com valores mobiliários" (grifos nossos).

²⁷ Nos termos da Lei 6.616, de 16/12/78, nos processos que tenham por objeto matéria de sua competência, a CVM será intimada para, querendo, oferecer ou prestar esclarecimentos.

OBSERVAÇÕES FINAIS

Discutidos os principais problemas jurídicos suscitados pelo "Caso Vale", cabem ainda observações mais gerais, relacionadas a alguns aspectos da intervenção estatal na economia, tal como hoje se apresenta no Brasil.

O presente caso vem propiciando mais uma vez a discussão sobre as sociedades de economia mista. Primeiramente, a questão de estarem elas submetidas ou não à Comissão de Valores Mobiliários. Nesse particular, a Lei das S.A. não deixa margem a maiores dúvidas, na medida em que dispõe, em seu artigo 235, parágrafo 1º, que as companhias abertas de economia mista estão sujeitas às normas expedidas pela CVM. Assim, as companhias abertas de economia mista são reguladas pela Lei das S.A. e pelas normas administrativas da CVM, evidentemente nos pontos em que não contrariarem a legislação especial. A lei especial que cria a sociedade de economia mista, estabelecendo suas características específicas, tais como capital, administração, possibilidade de subsidiárias etc., prevalece sobre as normas aplicáveis da Lei das S.A., em caso de contradição entre tais dispositivos.

A fiscalização a ser exercida pela CVM sobre as companhias abertas de economia mista diz respeito basicamente aos aspectos referentes à participação de tais sociedades no mercado. O controle principal sobre as sociedades de economia mista é o controle político da gestão e contas, referente aos investimentos feitos pelo Estado, a ser realizado pelo Poder Legislativo, com o auxílio do Tribunal de Contas. A fiscalização pela CVM, com efeito, diz respeito principalmente à proteção dos acionistas privados (investidores), e não aos objetivos de interesse público das sociedades de economia mista. Sua competência estende-se até mesmo à fiscalização do controlador de companhia aberta de economia mista (a União), salvo quando este, embora descumprindo as obrigações de acionista controlador (estabelecidos no artigo 117 da Lei das S.A.) o faça com vistas a atender o interesse público que justificou a criação da sociedade.

A questão do controle sobre a direção de empresas governamentais em geral é de fundamental importância. Uma das características mais importantes de sistemas democráticos é a possibilidade de controles sobre os poderes públicos e privados, dentro do princípio de que nenhum poder deve ser exercido sem limites. Tais controles devem ser le-

galmente estabelecidos e implementados, por uma questão mínima de eficácia, por órgãos não filiados à administração pública, que efetivamente dirige as empresas estatais.

Não se trata, portanto, de repetir posições privatistas extremadas, que pregam o controle das empresas governamentais com vistas a reduzir a participação do estado na economia. Nem tampouco de insistir na tese (nunca provada) de que as empresas estatais não deveriam ter seus títulos negociados no mercado de capitais, para que se tornasse mais exequível a capitalização das empresas privadas nacionais via mercado acionário.²⁸ O argumento central em favor do estabelecimento de limites à administração das empresas estatais está ligado ao fato de tal administração constituir um caso extremo de separação entre propriedade e controle. Os proprietários, ou seja, os cidadãos, não têm qualquer controle direto sobre sua propriedade, por impossibilidade legal e factual. Assim, os administradores (que exercem de fato os poderes de acionista controlador) têm total controle enquanto dura o termo de um governo no poder.²⁹ Daí então a necessidade de se estabelecer controles externos à administração das empresas estatais para que elas atuem com vistas à maximização do interesse público. Quanto mais aberto o sistema, maiores serão as possibilidades de que, efetivamente, tal situação ocorra.

É no contexto de um mercado bastante concentrado em ações de empresas estatais que também assume relevo a discussão referente à necessidade de independência da agência reguladora.³⁰ Tal discussão, com efeito, insere-se na questão mais geral, já mencionada, podendo vir a constituir uma das mais importantes conseqüências do "Caso Vale".

BIBLIOGRAFIA

- 1 BIALKIN, Kenneth J. The Issuer registration and distribution provisions of the proposed Federal Securities code. *Vanderbilt Law Review*, Nashville, Tn., Vanderbilt Univ. School of Law, v. 3, n. 3, Apr. 1977.
- 2 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Conseqüências da existência de instituições financeiras exercendo atividades no mercado de valores mobiliários. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 5, n. 15, pp. 473-85, set./dez. 1979.
- 3 ——. *Relatório de atividades 1978*. Rio de Janeiro, CVM, 1979.
- 4 ——. *Sistema de intermediação de valores mobiliários*. Rio de Janeiro, CVM, 1979. 4 v.

²⁸ Veja, a propósito, [17]. O autor, após analisar a participação das empresas estatais no mercado de capitais, conclui não haver nenhuma evidência empírica de que sua eventual retirada do mercado implicaria o direcionamento dos investimentos para as empresas privadas.

²⁹ Veja, a propósito, [8].

³⁰ Está sendo presentemente proposto ao Congresso um Anteprojeto de Lei, apresentado pela Associação das Sociedades Corretoras de Valores e Câmbio de São Paulo (elaborado pelo Professor Modesto Carvalhosa), que visa desvincular a CVM do Ministério da Fazenda, tornando-a entidade autárquica vinculada ao Congresso Nacional.

- 5 CANTIDIANO, Luiz Leonardo. A aquisição de controle acionário da Cia. Mineira de Eletricidade — um caso polêmico. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 5, n. 13, pp. 125-32, jan./abr. 1979.
- 6 CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. *Direito econômico*. São Paulo, Revista dos Tribunais, 1973.
- 7 ——. *Oferta pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1979. 211 p. (Estudos especiais, 7)
- 8 CASTRO, Helio Oliveira Portocarrero de. Propriedade, controle e empresa pública. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 5, n. 14, pp. 341-4, maio/ago. 1979.
- 9 COMPARATO, Fabio Konder. O indispensável direito econômico. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, n. 353, pp. 14-26, mar. 1965.
- 10 EIZIRIK, Nelson Laks. Auto-regulação: perspectivas após o "caso Capalma". *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 5, n. 13, pp. 7-28, jan./abr. 1979.
- 11 ——. *O papel do estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1977. (Estudos especiais, 3)
- 12 ——. The role of the state in the regulation of the securities markets: the Brazilian experience. *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation*, Amsterdam, North-Holland, v. 1, n. 3, pp. 211-26, 1978.
- 13 LAMY FILHO, Alfredo. Pressupostos e objetivos da reforma da lei das S.A. In: CONFERÊNCIA NACIONAL DA ORDEM DOS ADVOGADOS DO BRASIL, Salvador, 17-22 out. 1976. Tese n.º 22.
- 14 LOSS, Louis. Introduction: the Federal Securities code—its purpose, plan and progress. *Vanderbilt Law Review*, Nashville, Tn., Vanderbilt Univ. School of Law, v. 3, n. 3, Apr. 1977.
- 15 MENDONÇA NETTO, Horacio & EIZIRIK, Nelson Laks. O privilegiamento de informações e o caso Petrobrás. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 4, n. 10, pp. 7-19, jan./abr. 1978.
- 16 MENDONÇA NETTO, Horacio de & NESS, JR., Walter Lee. *Mercado de capitais e desenvolvimento econômico: a experiência sul-coreana*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1978. 136 p. (Relatório de estudos e pesquisas, 1)
- 17 NESS, JR., Walter Lee. A empresa estatal no mercado de capitais. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 4, n. 12, pp. 359-77, set./dez. 1978.
- 18 SANTOS, João Regis Ricardo dos. *Mercado de ações: uma análise sobre o sistema de informações*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1978. 147 p. (Estudos especiais, 6)
- 19 SOUZA, Newton Sérgio de. *Disclosure of soft information: trends and development*. Philadelphia, Pennsylvania, Univ. of Pennsylvania Law School. Center for Study of Financial Institutions.
- 20 SPÍNOLA, Luís Serafim. O desenvolvimento brasileiro baseado na empresa privada nacional — algumas dificuldades. *Revista da ABAMEC*, Rio de Janeiro, ABAMEC, n. 27, pp. 51-63, jan./abr. 1977.
- 21 WALD, Arnoldo. Dos conceitos de emissão e de oferta pública na legislação do mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 11, n. 8, pp. 17-20, 1972. Nova série.

Aqui estão os bons frutos do Bamerindus.

Pronazem - Programa Nacional de Armazenagem

Financiamento de prêmios de Seguros

Crédito Rural destinado à aviação agrícola

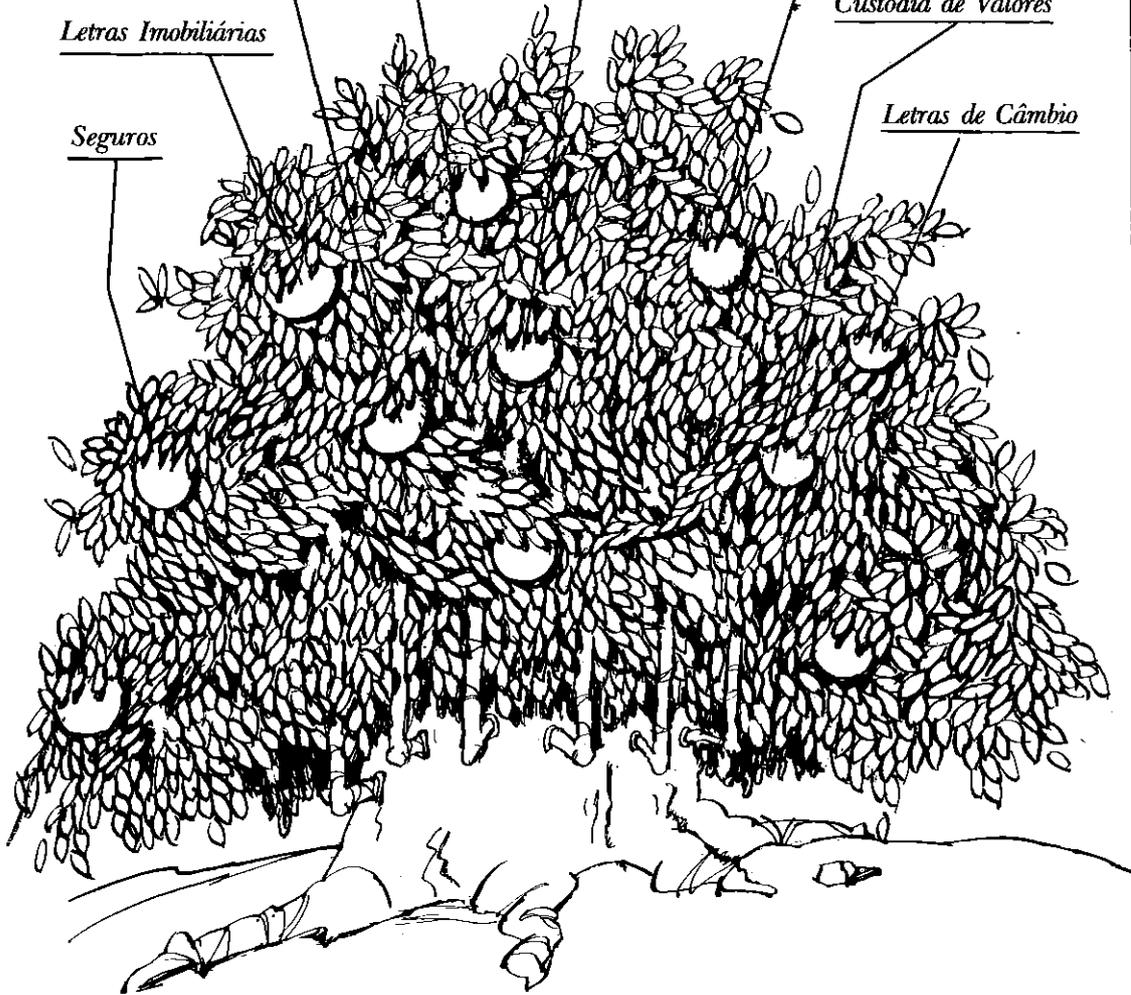
Financiamento ao Consumidor

Custódia de Valores

Letras Imobiliárias

Letras de Câmbio

Seguros



Sirva-se.

Em qualquer uma das 527 agências da Rede Nacional Bamerindus, sempre haverá um bom negócio para você e sua empresa.

São inúmeros serviços e produtos para você crescer ainda mais e ter muitos lucros.

O Bamerindus está à disposição. Escolha um de

nossos serviços ou produtos para colher bons frutos de muita prosperidade.



BAMERINDUS

Nós fazemos parte das soluções.

Do Regime Legal da Venda das Ações de Sociedades de Economia Mista Pertencentes à União Federal

Arnoldo Wald*

“Sempre que um órgão administrativo, autárquico ou não, expede um regulamento sobre matéria já disciplinada em lei, depara-se-nos o problema da perfeita adequação do regulamento ao texto da lei. E isso porque, sendo o regulamento uma simples particularização ou desenvolvimento da lei, a cujo espírito deve incondicional obediência, será ilegal, e portanto inaplicável, a disposição regulamentar que se puser em oposição ao comando do legislador, seja por contradizê-lo, seja por alargar ou reduzir o âmbito de suas palavras”.

F.C. de San Tiago Dantas

“Le règlement, est bridé par la loi en ce sens que toute disposition réglementaire en contradiction, soit avec les termes d'une loi, soit avec l'esprit de la loi, soit avec une liberté définie consacrée par une loi, est frappés d'illégalité. Il faut entendre par liberté définie une liberté dont on ne s'est pas borné à poser le principe mais dont on a défini les limites”.

Maurice Hauriou

Este estudo sustenta que a Lei 4.728/65 criou um regime próprio para venda de ações de sociedade de economia mista, funcionando o Banco Central como agente financeiro da União e como órgão controlador do mercado de capitais (arts. 60 e 61). Considerando que a legislação geral posterior (Leis 6.404/76 e 6.385/76) não revogou a lei especial anterior, o autor entende que estão em plena vigência os arts. 60 e 61 da Lei 4.728. Portanto, só ao Banco Central cabe participar desse tipo de vendas especiais, não cabendo à CVM a regulamentação desse tipo de operação a ser realizada pelo sistema de distribuição referido no art. 5º da Lei 4.728. Ademais, a Carta-Circular 303 é mera instrução da CVM às Bolsas, a qual não tendo sido publicada, não se caracteriza como norma jurídica e somente é válida se atendidos os requisitos intrínsecos e extrínsecos legalmente estabelecidos, não podendo conflitar com normas jurídicas de hierarquia superior.

The author assumes in this study that Act 4728/65 created special proceedings for the selling of mixed enterprise corporation stocks, the Central Bank operating as a financial agent for the Federal Government and as regulatory agency for the capital market (sections 60 and 61). Considering that the subsequent general legislation (Acts 6404/76 and 6385/76) did not repeal the previous act, the author understands that sections 60 and 61 of Act 4728 remain in force. Thus, only the Central Bank is able to participate in this type of special sale of shares owned by the Government. The Securities Commission – CVM – has no jurisdiction in the regulation of this kind of operation which is to be realized by the securities distribution system referred to in section 5 of Act 4728. Hence, Circular Letter 303, being a mere instruction from the CVM to the stock exchanges, which was not published, is not a legal regulation, and would only be in force if it attended the intrinsic and extrinsic requirements legally established. Therefore, it cannot supersede laws or regulations of superior hierarchy.

EMENTA

A venda de ações de sociedades de economia mista pertencentes à União Federal constitui exercício regular de

direito. A lei criou, para tais alienações, um regime próprio (artigos 60 e 61 da Lei nº 4.728/65), distinto do existente para as demais ações. No caso, o Banco Central do Brasil funciona simultaneamente como agente financeiro da União

* O autor é Professor Catedrático da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ – e Advogado no Estado do Rio de Janeiro.

e como órgão controlador do mercado de capitais, dispensando-se qualquer formalidade não prevista em lei.

Constituindo as disposições acima referidas normas de direito especial, continuam em vigor depois da promulgação das Leis de nºs 6.404/76 e 6.385/76, pois estas não contêm regras explícitas sobre o assunto. A lei geral posterior não revoga a lei especial anterior (artigo 2º, § 2 da Lei de Introdução ao Código Civil).

Estando em plena vigência os artigos 60 e 61 da Lei nº 4.728, só ao Banco Central do Brasil cabe participar dessas vendas, determinando o modo pelo qual devem ser realizadas. É, pois, incompetente para regulamentar a matéria a Comissão de Valores Mobiliários, já que foi mantida a competência residual do Banco Central do Brasil com referência ao mercado de capitais (artigo 3º, § único da Lei nº 6.385/76).

Ad argumentandum, qualquer regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários deveria obedecer à orientação do Conselho Monetário Nacional (artigo 8º da Lei nº 6.385) que decidiu determinar a venda, sem impor qualquer restrição, que não poderia ser estabelecida pelo órgão hierárquico inferior.

A Carta-Circular nº 303 é mera instrução da Comissão de Valores Mobiliários às Bolsas, que, não tendo sido publicada, não se caracteriza como norma jurídica, pois a publicação é requisito de eficácia e moralidade da lei e do ato administrativo.

A Carta-Circular nº 303 somente é válida se atendidos os requisitos intrínsecos e extrínsecos legalmente estabelecidos, não podendo conflitar com normas jurídicas de hierarquia superior. O respeito ao princípio da constitucionalidade das leis e da legalidade dos atos administrativos é essencial à manutenção do Estado de Direito. A lei em sentido formal só pode ser modificada por outra lei ou por Decreto-lei e não por Carta Circular.

O artigo 170 da Constituição estabelece a equiparação das sociedades de economia mista às demais companhias, mas não determina que o comportamento do acionista controlador (pessoa jurídica de direito público) esteja sujeito às mesmas normas que os demais controladores. Ao contrário, a própria legislação e a Consultoria Geral da República reconhecem que existem normas próprias que incidem sobre a pessoa jurídica de direito público quando controladora de sociedades de economia mista.

A venda de ações pela União Federal só encontra limites na legislação específica acima referida (artigos 60 e 61 da Lei nº 4.728), não podendo sofrer qualquer outra res-

trição, a não ser em virtude de texto expresso de lei ou decreto-lei. Se alguma regulamentação fosse admissível no caso, caberia ao Banco Central do Brasil por ser o órgão incumbido legalmente de participar da venda, na sua dupla qualidade de agente financeiro do Governo e órgão de fiscalização do mercado.

INTRODUÇÃO

J. K. Galbraith assinalou que os bancos comerciais costumam irritar-se com a função fiscalizadora do Banco Central, que restringe a expansão do crédito e exige que se mantenha uma proporção adequada entre os empréstimos feitos e os depósitos recebidos. Por outro lado, esses mesmos bancos reconhecem a importância e a necessidade da existência de uma agência governamental que, nos momentos de crise, quando um número excessivo de pessoas comparece para retirar dinheiro das instituições financeiras, possa funcionar como fonte de salvação. Esquecem-se, conclui Galbraith [7, p. 71], que não desempenhando uma das suas funções, não poderia o Banco Central exercer a outra.

Mutatis mutandis, é o que também acontece no mercado de capitais, nos países em fase de desenvolvimento, nos quais as maiores empresas de capital aberto são as sociedades de economia mista. De fato, foi o Estado que constituiu essas companhias, abriu o capital das mesmas, elaborou as regulamentações necessárias, combateu as fraudes e irregularidades e assegurou a liquidez ao mercado. Quando o Estado pretende desfazer-se de parte de suas ações, usando a estrutura do mercado que foi por ele organizado e obtendo recursos, em virtude da transferência de parte de suas ações aos particulares, mediante uma progressiva privatização das empresas mistas, pretende-se impedir essas operações exigindo um ritual que, de fato, importaria em retirar a liquidez das ações e obrigar a pessoa jurídica de direito público a sempre vender na baixa, realizando prejuízos para a própria coletividade.

Efetivamente, de acordo com a lei da oferta e da procura, a simples comunicação de vendas substanciais ou a progressiva realização de alienações contínuas, em lotes pequenos ou médios, tem, como consequência necessária, a baixa das ações, que seria sempre em detrimento do Tesouro Nacional e do interesse público. Assim sendo, como bem salientou, em recente artigo, o Ministro Octávio Gouvêa de Bulhões [2], a venda das ações pertencentes à União pode constituir uma fonte de recursos não inflacionários para o atendimento das necessidades do país,¹ não se concebendo, pois, que interesses particulares, por mais respeitáveis que sejam, possam impedir a atividade legal do Governo Federal, na defesa de sua política monetária e na administração racional do seu patrimônio, tanto mais que as eventuais vendas realizadas pelo acionista controlador, quando é a União

¹ No mesmo sentido, veja [5].

Federal, constitui uma das áleas inerentes ao jogo do mercado, no caso das sociedades de economia mista.

Os lucros obtidos e os prejuízos sofridos na Bolsa são o resultado de fatos e atos muitas vezes imprevisíveis que não implicam, necessariamente, em responsabilidade daqueles que ensejaram a alta ou a baixa das ações. A venda de ações pela União, constituindo, como provaremos, o exercício regular de um direito, não pode ser considerada como abuso ou desvio de poder. Conseqüentemente, dela não decorre qualquer responsabilidade das autoridades que determinaram a alienação dos títulos, descabendo qualquer apreciação na esfera administrativa ou judicial dos atos praticados. Quanto à conveniência da venda, é questão da alçada exclusiva do Ministro da Fazenda, que exerce na matéria, um verdadeiro poder discricionário, em virtude do que dispõe a própria lei.

Sem que caiba discutir os eventuais incidentes de execução, que não afetam a validade da decisão governamental de vender as ações da Companhia Vale do Rio Doce, verificaremos que a mesma não está eivada de qualquer vício e se enquadra perfeitamente na legislação vigente.

DO REGIME LEGAL DE VENDA DAS AÇÕES DA UNIÃO, DE ACORDO COM AS LEIS Nºs 4.595/64 E 4.728/65

A legislação que reformou o nosso sistema bancário e regulamentou, inicialmente, o mercado de capitais, em 1964 e 1965, deu uma competência muito ampla ao Banco Central, considerando-o como órgão emissor da moeda, controlador do crédito, fiscal dos mercados financeiros e de capitais e agente financeiro do Governo Federal, com poderes normativos, funções executivas e atribuições quase-judiciais. Na sua qualidade de agente do Tesouro, passou o Banco Central a efetuar a compra e venda de títulos de sociedades de economia mista e empresas do Estado, em virtude da determinação legal expressa contida no artigo 11, inciso IV da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Trata-se, aliás, de incumbência que, também em outros países, cabe ao Banco Central, considerado não só como "banco dos bancos", mas, ainda, como verdadeiro caixa do Estado, do qual administra tanto os recursos internos como externos.²

Cabendo ao Banco Central fiscalizar tanto o mercado financeiro como o mercado de capitais, a Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, permitiu que o Governo Federal vendesse as ações pertencentes à União, desde que esta conservasse o controle das empresas mistas, devendo a venda ser realizada com a participação do Banco Central.

O artigo 60 da mencionada lei, que, depois, foi alterado pela Lei nº 5.710, de 7 de outubro de 1971, ficou com a seguinte redação:

"Seção XII — Da alienação de ações das sociedades de economia mista.

Art. 60 — O Poder Executivo poderá promover a alienação de ações de propriedade da União representativas do capital social de sociedades anônimas de economia mista, mantendo-se 51% (cinquenta e um por cento), no mínimo, das ações com direito a voto, das empresas nas quais deva assegurar o controle estatal.

Parágrafo único — As transferências de ações de propriedade da União, representativas do capital social da Petróleo Brasileiro S.A. — Petrobrás — e de suas subsidiárias em território nacional, reger-se-ão pelo disposto no artigo 11 da Lei nº 2.004, de 3 de outubro de 1953".

Por sua vez, esclarece o artigo 61, também com nova redação que lhe deu a Lei nº 5.710, que:

"Art. 61 — O Conselho Monetário Nacional fixará a participação da União nas diferentes sociedades referidas no artigo anterior, ouvido o Conselho de Segurança Nacional nos casos de sua competência e no das empresas cujo controle estatal é determinado em lei especial.

§ 1º — As ações de que tratam este artigo e o anterior, serão negociadas através do sistema de distribuição instituído no artigo 5º desta Lei, com a participação do Banco Central do Brasil, na forma do inciso IV do artigo 11 da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.

§ 2º — O Poder Executivo, através do Ministério da Fazenda, poderá manter no Banco Central do Brasil, em conta especial de depósitos, os recursos originários da alienação de ações de propriedade da União, representativas do capital social da sociedade referida no artigo 60".

Verificamos, pois, que, na realidade, a Lei nº 4.728 não se limitou a reconhecer a competência do Governo Federal para decidir a respeito da alienação das ações pertencentes à União, como ainda estabeleceu um regime legal próprio para essas vendas, incumbindo expressamente o Banco Central do Brasil de realizá-las, cabendo-lhe utilizar o

² A este respeito, veja [1], [11], [14] e [6].

sistema de distribuição de títulos ou valores mobiliários. As referências do artigo 61 da Lei nº 4.728 nos artigos 5º do mesmo diploma e 11, inciso IV, da Lei nº 4.595, significam que o legislador pretendeu definir um regime específico para as vendas de ações pertencentes à União, não se limitando a atribuir ao Poder Executivo — e de modo particular ao Ministro da Fazenda — o poder decisório, mas estabelecendo, ainda, uma rotina própria para a execução da venda, cuja negociação, em vez de ser realizada na forma prevista para as companhias privadas, passou a contar, *ex vi lege* com a participação do Banco Central (artigo 61, § 1º).

Conseqüentemente, é importante salientar, desde logo, a existência, na lei do mercado de capitais, de dois regimes de vendas de ações referentes, respectivamente, aos títulos pertencentes aos particulares e às ações de propriedade da União. A participação do Banco Central, neste último caso, em virtude de norma expressa, importou na criação de um regime legal especial, em decorrência da presença, na operação, do agente financeiro da União, que exercia simultaneamente, na época, o controle do mercado de capitais. Não se trata de simples detalhe operacional pouco relevante, mas de decisão do legislador que, destarte, criou uma forma especial de controle da negociação dessas ações, ao determinar que dela participasse, na qualidade de banqueiro do Governo, a própria autoridade fiscalizadora, cumulando assim as suas duas funções (de agente financeiro e de órgão de controle do mercado).

Ao fixar um regime especial para as vendas de ações pertencentes à União Federal, a lei afastou, no caso, as demais normas, que incidiam nas alienações das ações em geral. Tanto assim aconteceu que o legislador fez questão de explicitar, no artigo 61, § 1º, que o Banco Central tinha que utilizar o sistema de distribuição, pois, se a norma não o dissesse, essa instituição poderia fazer a venda diretamente, sem recorrer às entidades componentes do sistema, tendo entendido assim a lei que o Banco Central não fazia parte do sistema de distribuição.

Efetivamente, se assim não fosse, não se justificaria a remissão ao artigo 5º da Lei nº 4.728 e dever-se-ia entender que o próprio Banco Central poderia efetuar diretamente a venda das mencionadas ações.

É preciso salientar que esse regime especial, referente às vendas de ações pertencentes à União, não significa que as sociedades de economia mista não deveriam obedecer às normas da lei sobre mercado de capitais, pois a exceção deve ser interpretada em sentido estrito. O que o legislador pretendeu foi, tão-somente, estabelecer uma forma própria e um controle específico para a venda de ações pertencentes

à União. Para esta situação deu uma solução expressa, exigindo a decisão do Poder Executivo (Ministro da Fazenda) e a negociação pelo Banco Central, através do sistema de distribuição (artigo 61, § 1º). Ao estabelecer, na matéria, determinações explícitas, excluiu o legislador a aplicação, no caso, de todas as demais normas que deixaram assim de incidir sobre a espécie, de acordo com o princípio *inclusio unius fit exclusio alterius* (pela inclusão de uma norma, impõe-se a exclusão das outras).

Assim sendo, dentro da sistemática da Lei nº 4.728, todas as emissões necessitavam de registro prévio no Banco Central (artigo 21) e essa norma se aplicava, também, às sociedades de economia mista, por inexistir qualquer comando legal em contrário. Por outro lado, o artigo 16 da mesma lei, que foi invocado pelo Deputado Herbert Levy na Câmara,³ estabelece uma equiparação, pela qual considera-se, também, como sendo uma emissão "a oferta ou negociação de títulos ou valores mobiliários pela pessoa natural ou jurídica que mantém o controle da sociedade emissora dos títulos ou valores mobiliários oferecidos ou negociados" (artigo 16, § 1º, alínea "c"). Nos termos do mencionado diploma legal e conforme bem argumentou o ilustre Deputado, o controlador deveria registrar a sua oferta no Banco Central, mesmo não se tratando de emissão propriamente dita, pois, ocorre, no caso, uma equiparação legal. Acontece, todavia, que tal norma não se aplica quando a venda é feita pela União Federal pois, na hipótese, de acordo com o artigo 61, o Banco Central funciona como agente financeiro do Governo e o registro é dispensável por dois motivos, como veremos ao fazer a interpretação literal, lógica e sistemática da lei.

Em primeiro lugar, porque a regulamentação especial do artigo 61 não se refere ao registro (artigo 16), somente exigindo a participação do Banco Central e a utilização do sistema de distribuição. Em segundo lugar, se o Banco Central participa da negociação, na sua qualidade de agente financeiro do Governo, é evidente que não caberia a exigência de registro prévio da oferta junto ao próprio Banco Central, que, em termos lógicos e sistemáticos, não poderia ser o seu próprio fiscal e registrar, previamente, as operações que vão ser por ele encaminhadas. Ao negociar a venda, o Banco Central exerce, simultaneamente, as suas funções executivas e de controle, do mesmo modo que a Procuradoria Geral da República, quando dá os seus pareceres, realiza, ao mesmo tempo, a sua missão de Ministério Público e de defensor da União. É incontestável que não há qualquer argumento lógico que possa justificar o registro prévio pelas autoridades monetárias de uma atuação do próprio Banco Central, que funciona como órgão controlador do mercado.

³ Veja os principais trechos dos debates na Câmara dos Deputados em [8].

Assim sendo, concluímos que, na vigência dos artigos 60 e 61 da Lei n.º 4.728, inexistia qualquer formalidade ou restrição para a venda das ações pertencentes à União Federal, a não ser as constantes dos mencionados artigos, que regulamentam a matéria de modo exaustivo. É, pois, legal a venda que tenha atendido ao disposto nos dois artigos referidos, sem que a União tenha que obedecer a qualquer outra norma.

Concluímos, pois, que a Lei n.º 4.728 criou um regime especial para as vendas das ações pertencentes à União Federal, deixando de ser-lhes aplicáveis as normas que regulam as alienações dos títulos societários de outras companhias. Este regime especial só poderia ser modificado por uma lei que explicitamente tratasse das ações de propriedade do Poder Público, lei essa que, até o presente momento, não foi elaborada e, muito menos, promulgada.

DA PLENA VIGÊNCIA DOS ARTIGOS 60 E 61 DA LEI Nº 4.728

Essa situação criada pelas leis da reforma bancária e do mercado de capitais não foi modificada até agora pela legislação superveniente que, em momento algum, retirou do Banco Central a função de agente do Governo nas negociações de ações de sociedades de economia mista de sua propriedade, nem, tampouco, estabeleceu qualquer nova restrição ou condição para as vendas de ações pertencentes à União Federal.

Efetivamente, a Lei das Sociedades Anônimas tratou das sociedades de economia mista e reconheceu, expressamente, que as companhias abertas de economia mista estavam sujeitas à Comissão de Valores Mobiliários (artigos 235, § 1.º), além de atribuir ao controlador das mesmas os mesmos deveres e responsabilidades que a legislação atribuiu aos demais controladores (artigo 238). Essas duas normas merecem ser analisadas adequadamente.

Na primeira, o legislador sujeitou à Comissão de Valores Mobiliários as sociedades abertas de economia mista, mas não as vendas de ações realizadas pelos seus controladores. Os atos que podem ser fiscalizados ou controlados pela Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do artigo 235, § 1.º, são exclusivamente os da sociedade anônima — e não os do controlador praticados fora da empresa. No caso específico da Companhia Vale do Rio Doce, a interpretação do comando legal deve ser no sentido de caber à Comissão de Valores Mobiliários examinar os atos praticados por aquela companhia e não os do Governo Federal. A regulamentação administrativa não admite ampliações indevidas e o legislador não submeteu, naquele artigo, o controlador da companhia aberta de economia mista à autoridade da Comissão de Valores Mobiliários. Não se deve confundir os dois textos citados, pois o artigo 235, § 1.º não comporta nenhuma referência ao controlador da empresa mista, de modo que a legislação da CVM não poderia abrangê-lo, com

base no mencionado dispositivo, sem prejuízo do que veio a dizer a lei posterior, que será analisada oportunamente.

Por sua vez, o artigo 238 atribui à União, no caso das sociedades de economia mista federais, os deveres definidos nos artigos 116 e 117 da Lei das Sociedades Anônimas, que se limitam a regulamentar os atos praticados com abuso de poder pelo controlador em relação à sociedade por ele controlada. Os deveres referidos no artigo 116 e as responsabilidades mencionadas no artigo 117 da Lei das Sociedades Anônimas se referem sempre ao uso do poder que o controlador exerce na companhia e não abrangem, com a devida vênia, as faculdades que possa ter de vender a terceiros ações, que não transferem o controle.

Verificamos, pois, que, pela Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, a União Federal, como acionista controlador, tem os deveres e responsabilidades dos artigos 116 e 117, que não afetam a venda de ações, e não está sujeita ao controle da Comissão de Valores Mobiliários nos atos de alienação, por ela praticados, em relação às suas participações societárias, pois, nos estritos termos da Lei n.º 6.404, a regulamentação normativa da CVM somente alcança as sociedades de economia mista e não os seus controladores, conforme esclarece expressamente o artigo 235, § 1.º. Não se alegue, por outro lado, que o legislador disse, no mencionado artigo, menos do que queria, tendo olvidado momentaneamente a existência do controlador. Ao contrário, verifica-se, que, logo em seguida, nos artigos 236 e 242, a lei se refere ao controlador para fixar adequadamente os seus direitos e deveres e até dimensionando-os, no caso da sociedade de economia mista, em termos mais amplos do que nas demais hipóteses, pois considerou a pessoa jurídica de direito público como solidariamente responsável pelos atos da empresa mista, numa discriminação que contraria a sistemática da lei. Fazemos essa referência para comprovar que, mesmo no espírito do legislador, não havia, na lei das sociedades anônimas, a completa equiparação da empresa mista e de seus controladores às demais companhias e aos respectivos controladores, estabelecendo-se, naquele caso (da economia mista), um regime de responsabilidade agravada (artigo 242 da Lei n.º 6.404).

Finalmente, a Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que criou a Comissão de Valores Mobiliários não revogou, expressa ou implicitamente, os artigos 60 e 61 da Lei n.º 4.728, pois não se referiu, em nenhuma das suas disposições, às vendas de ações pertencentes à União Federal. Não há dúvida que, em virtude da mencionada lei, a Comissão de Valores Mobiliários passou a ter os poderes necessários para disciplinar e fiscalizar a emissão e negociação de ações (artigo 1.º, incisos I e II) e apreciar os eventuais atos ilegais de acionistas controladores (artigo 4.º, inciso II, letra "b"), assegurando a observância de práticas eqüitativas no mercado (artigo 4.º, inciso VII). É preciso, todavia, ponderar que a jurisdição atribuída à Comissão de Valores Mobiliários e que consta no artigo 5.º da lei, evidentemente não

abrange os atos praticados pelo Banco Central, que não participa, como já vimos, do rol das instituições que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários e que, do ponto de vista hierárquico, se coloca no mesmo nível que a CVM, estando ambos sujeitos, funcional e normativamente, ao Ministro da Fazenda e ao Conselho Monetário Nacional. É necessário salientar que a nova lei (n.º 6.385) não tratou das vendas de ações pertencentes à União Federal, mantendo-se, pois, em vigor a legislação anterior (artigo 60 e 61 da Lei n.º 4.728).

Em virtude do silêncio do novo diploma legal, passamos a ter uma regulamentação especial (para as ações pertencentes à União), que consta da Lei n.º 4.728, e uma nova regulamentação geral para todas as outras ações, que encontramos na Lei n.º 6.385/76. Assim sendo, é incontestável que a nova lei geral não revoga a lei especial anterior. Neste sentido, é clara a lei de Introdução ao Código Civil, quando, no seu artigo 2.º, § 2.º, determina que:

“A lei nova que estabeleça disposições gerais ou especiais a par das já existentes, não revoga nem modifica a lei anterior”.

É ponto pacífico na doutrina brasileira e estrangeira que a lei especial não revoga a geral e que a geral não revoga a especial, salvo se explicitamente a ela se referir, alterando a situação do direito especial. Por outro lado, entende-se, como princípio de hermenêutica, que a interpretação sempre deve ser no sentido de não ampliar a revogação tácita em relação ao direito anterior, tanto assim que prevalece, em todas as legislações, o princípio de acordo com o qual *legi specialí per generalem non abrogatur* (as leis especiais não são revogadas pelas leis gerais).⁴

Cabe acrescentar que a Lei n.º 6.385 reconheceu que era mantida a competência do Banco Central, inclusive em relação ao mercado de capitais, nas matérias no tocante às quais não tivesse havido nova regulamentação. Neste sentido, é explícito o artigo 3.º, § único da Lei da Comissão de Valores Mobiliários ao determinar que:

“Ressalvado o disposto nesta lei, a fiscalização do mercado financeiro e de capitais continuará a ser exercido, nos termos da legislação em vigor, pelo Banco Central do Brasil”.

Deflui dessa norma que, no tocante a todas as questões não regulamentadas na nova lei, mantém-se a competência do Banco Central decorrente das Leis n.ºs 4.595/64 e 4.728/65. Conseqüentemente, as vendas de ações continuam a atender exclusivamente aos requisitos dos artigos 60 e 61 da lei do mercado de capitais.

Como vimos, a participação do Banco Central exclui qualquer interferência de outro órgão da administração direta ou indireta e, em particular, da Comissão de Valores Mobiliários. Esta não tem poderes para fiscalizar o Banco Central que não integra o sistema de distribuição de valores mobiliários (artigo 9.º, inciso I, e artigo 15 da Lei n.º 6.385), tanto assim que o próprio artigo 61 da Lei n.º 4.728 exigiu que, nas vendas de ações da União, a autarquia utilizasse o sistema de distribuição (do qual, *a contrario sensu*, não participa, no entender do legislador).

A inviabilidade do controle da Comissão de Valores Mobiliários sobre os atos praticados pelo Banco Central e as alienações de ações por ele negociados decorre da expressa falta de competência da Comissão de Valores Mobiliários para tanto, nos termos de lei especial (Lei n.º 4.728 que, no particular, não foi alterada), assim como da própria posição de ambas as autarquias no direito brasileiro e, ainda, do texto expresso do artigo 3.º, § único da Lei n.º 6.385, acima transcrito, que mantém as atribuições do Banco Central, inclusive no mercado de capitais, quando não conflitantes com o novo diploma legal.

Não há, pois, dúvida que não foram modificados, pela legislação posterior, nem a letra nem o espírito dos artigos 60 e 61 da Lei n.º 4.728, não sendo a Comissão de Valores Mobiliários competente para regulamentar, fiscalizar ou controlar as decisões de venda de ações pertencentes ao Governo — matéria da competência do Poder Executivo e, particularmente, do Ministro da Fazenda — nem, tampouco, a negociação dessas ações realizadas pelo Banco Central. Quando muito, à Comissão de Valores Mobiliários caberia verificar se, na execução das ordens dadas, as corretoras, integrantes do sistema de distribuição, praticaram alguma irregularidade.

Descabe, assim, a afirmação de acordo com a qual o Governo Federal e o próprio Ministro da Fazenda, no caso de venda de ações pertencentes à União, estariam sob a jurisdição da Comissão de Valores Mobiliários, o que importaria em verdadeira subversão hierárquica que não se coaduna nem com a lei, nem com a própria Constituição.

No tocante às vendas de ações, podemos, pois, concluir que são de aplicação exclusiva as normas dos artigos 60 e 61 da Lei n.º 4.728, de acordo com as quais:

- a) a decisão genérica cabe ao Conselho Monetário Nacional (ouvido, eventualmente, o Conselho de Segurança Nacional) e a específica é da competência do Ministro da Fazenda;

⁴ Veja, a este respeito, [16, p. 107] e [3, p. 82].

b) a negociação é do Banco Central do Brasil, sem qualquer interferência da Comissão de Valores Mobiliários; e

c) a execução da venda é feita pelo sistema de distribuição e as eventuais irregularidades praticadas nessa fase estão sujeitas ao controle da Comissão de Valores Mobiliários.

DA FALTA DE PODER REGULAMENTAR DA CVM NA MATÉRIA

A Comissão de Valores Mobiliários não pode interferir na decisão e na negociação de ações de propriedade da União, por se tratar de matéria da competência, respectivamente, do Conselho Monetário Nacional e do Ministro da Fazenda — órgãos superiores hierárquicos em relação à CVM — e do Banco Central — órgão do mesmo nível que a CVM. Esta também não pode regulamentar a negociação dessas vendas, pois lhe falta, evidentemente, poder para tanto, pois a lei atribuiu a competência a outros órgãos governamentais para tal fim.

No caso concreto, torna-se necessário salientar, ainda, que a Comissão de Valores Mobiliários, como o Banco Central, tem um poder regulamentar secundário ou derivado que subordina as suas decisões normativas à orientação do Conselho Monetário Nacional. Efetivamente, o artigo 8º da Lei nº 6.385, esclarece que:

“Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I — regulamentar COM OBSERVÂNCIA DA POLÍTICA DEFINIDA PELO CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na Lei de sociedades por ações”.

Se o Conselho Monetário Nacional decidiu realizar certas vendas de ações da propriedade da União, é evidente que contra a política definida pelo Conselho não se pode opor a regulamentação da CVM, que deve sempre e necessariamente, *ex vi lege*, observar a política do Conselho Monetário Nacional.

Acresce que a Comissão de Valores Mobiliários não poderia baixar uma regulamentação estabelecendo discriminações entre títulos pertencentes a pessoas jurídicas de direito privado e de direito público, distinção essa sem qualquer fundamento na lei e que, conseqüentemente, não deve ser introduzida em norma regulamentar.

⁵ Veja [12, p. 74, nota 43] e [15, p. 373, nota 259, letra a].

⁶ Veja os acórdãos mencionados por [12, p. 76, notas 44 a 46].

⁷ Veja [4, p. 32] e [10, p. 150].

DA INEFICÁCIA DA CARTA-CIRCULAR Nº 303

Finalmente, o ato administrativo de caráter normativo exige, para ser eficaz, que lhe seja dada a devida publicidade. Neste sentido, as Resoluções e Instruções do Banco Central sempre foram publicadas no Diário Oficial, de acordo com as determinações legais.

Como bem salienta o Professor Hely Lopes Meirelles [12, p. 75], a **publicidade é requisito de eficácia e moralidade do ato administrativo** e, sem ela, o ato normativo não adquire validade universal, ou seja, em relação às partes e a terceiros. A obrigatoriedade de publicação dos atos administrativos data do século passado, tendo sido imposta pelo Decreto nº 572, de 12 de julho de 1890, que a exigiu para que tais atos pudessem produzir seus regulares efeitos (artigo 5º). A doutrina reconhece claramente que o mencionado diploma continuou em vigor após a promulgação do Código Civil,⁵ tendo a jurisprudência exigido que a publicação dos atos administrativos sempre se faça no Diário Oficial, sob pena de nulidade.⁶

A matéria acaba, aliás, de ser novamente regulamentada pelo recente Decreto nº 84.555, de 12 de março de 1980, que manteve a determinação de fazer publicar todos os atos administrativos (artigo 1º, inciso XI).

As Circulares e as Cartas-Circulares, quando não publicadas no Diário Oficial, não constituem normas jurídicas, não têm eficácia jurídica. Pela sua própria natureza a circular não é, aliás, fonte do direito, pois abrange, tão-somente, “ordens escritas de caráter uniforme, expedidas a determinados funcionários ou agentes administrativos, incumbidos de certo serviço ou do desempenho de certas atribuições” [12, p. 160]. É, pois, ponto pacífico, na doutrina, que as circulares, pela sua natureza de atos administrativos internos — especialmente quando não publicados — não vinculam terceiros.

Assim sendo, não podem considerar-se as circulares fonte de obrigações para quem não participou de sua feitura e não as recebeu, não podendo, por outro lado, o particular arguir direito contra a administração, em virtude da eventual violação da carta circular.⁷

Não há, pois, dúvida que a Carta-Circular nº 303 não constitui norma legal, não é lei, por lhe faltarem, para tanto, a competência da autoridade e outros requisitos materiais e formais. Afirmou-se, recentemente, em estudo sobre a venda das ações da Vale que também devem ser considerados como lei, os decretos-leis e os regulamentos. Nenh-

ma dúvida existe a este respeito, mas não se pode olvidar que a própria lei, para a sua eficácia, exige certas condições, só entrando em vigor depois de publicada (artigo 1º da Lei de Introdução ao Código Civil) e, ainda, que os atos administrativos normativos dependem, para serem válidos, da sua conformidade e obediência às normas jurídicas de nível hierárquico superior. A diferença de hierarquia envolve uma diferença de coercibilidade, quando as normas inferiores conflitam com outras emanadas de fontes superiores, de acordo com a pirâmide das regras jurídicas, imaginada por Hans Kelsen, que constitui a característica do Estado de Direito. Ao contrário, a supremacia do ato normativo da administração sobre a lei constitui verdadeira subversão jurídica contrária ao espírito e à própria existência do Estado de Direito. É evidente que uma lei só pode ser modificada por outra lei ou por Decreto-lei e que, conseqüentemente, a competência atribuída, por lei, ao Banco Central para negociar as ações pertencentes à União Federal não pode ser transferida à Comissão de Valores Mobiliários por Carta-Circular desta última não publicada e conflitante com as normas legais vigentes. É incontestável que as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários obrigam a todos, mas essa afirmação pressupõe que essas normas tenham obedecido aos requisitos legais, estejam de acordo com as leis vigentes e se revistam das formalidades extrínsecas indispensáveis para a sua eficácia.

Evidencia-se, ainda, que o acionista controlador, mesmo quando é a União Federal, está sujeito à jurisdição e legislação da CVM, quando se trata de verificar se cumpriu os deveres que lhe são impostos pela Lei das Sociedades Anônimas (artigos 116 e 117) ou pela própria Lei nº 6.385. No tocante à venda de ações que lhe pertencem, a matéria é, todavia, regulamentada pela Lei nº 4.728, que a respeito não sofreu modificação, descabendo qualquer regulamentação complementar pela Comissão de Valores Mobiliários em operações cuja negociação a lei atribuiu expressa e exclusivamente ao Banco Central do Brasil.

Verificamos, assim, que, na realidade, a Lei nº 4.728 determinou um regime especial para as vendas de ações pertencentes à União Federal, não tendo sido revogada, no particular, nem pela Lei nº 6.404, nem pela Lei nº 6.385, que não trataram do assunto e mantiveram em vigor, conseqüentemente, a regulamentação anterior, conforme determinação expressa do artigo 2º, § 2º da Lei de Introdução ao Código Civil. Não havendo dúvida quanto à vigência dos artigos 60 e 61 da Lei do mercado de capitais, torna-se evidente a incompetência da Comissão de Valores Mobiliários para regulamentar ou fiscalizar atividade do Banco Central, tanto mais que a legislação previu, expressamente, a manutenção da competência deste na área do mercado de capitais (artigo 3º, § único da Lei nº 6.385).

Na realidade, a CVM não é competente para regulamentar as vendas de ações pertencentes à União, matéria que a lei atribuiu ao Banco Central do Brasil. Decidida a

venda de tais ações pelo Conselho Monetário Nacional, a CVM não pode interferir na mesma a não ser de acordo com a política definida pelo Conselho (artigo 8º, I da Lei nº 6.385), não lhe sendo lícito, outrossim, discriminar entre títulos pertencentes a particulares e a entidades públicas, por falta de suporte legal para introduzir essa distinção no mercado.

Finalmente, toda regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários, para ser eficaz, deverá ser previamente publicada no Diário Oficial, importando a não publicação da mesma em ineficácia e retirando-lhe as características de fonte de direito.

Em conclusão, terminando a nossa análise da Carta-Circular nº 303 da CVM, podemos afirmar que ela é:

- a) juridicamente ineficaz por não ter sido publicada no Diário Oficial;
- b) ilegal pelo fato de restringir a liberdade de negociação assegurada ao Banco Central do Brasil pela Lei nº 4.728/65 e por avocar para a CVM competência que legalmente pertence ao referido Banco; e
- c) ilegal, ainda, por estabelecer uma discriminação entre títulos pertencentes à União e os de propriedade de particulares, sem que haja lei justificando essa diferenciação, pois somente a lei em sentido formal é que pode estabelecer distinções no tratamento dos interesses das pessoas naturais ou jurídicas de direito privado e de direito público.

DA CONSTITUCIONALIDADE DA REGULAMENTAÇÃO QUE CONSTA NOS ARTIGOS 60 e 61 DA LEI Nº 4.728/65

Alegou-se, ainda, que a subordinação das sociedades de economia mista e de seus controladores à legislação do mercado é princípio constitucional, em virtude do que dispõe o artigo 170, § 2º da Constituição. Mesmo se assim fosse, nada impediria que o controle das vendas de ações pertencentes às pessoas jurídicas de direito público fosse exercido pelo Banco Central, que participa da sua negociação *ex vi lege*, enquanto as demais operações estão sujeitas à Comissão de Valores Mobiliários.

Ocorre, todavia, que o artigo 170, § 2º da Constituição Federal não tem o alcance que se lhe pretende dar. Determina o mencionado texto legal que:

“Na exploração, pelo Estado, da atividade econômica, as empresas públicas e as sociedades de economia mista reger-se-ão pelas normas aplicáveis às empresas privadas, inclusive quanto ao direito do trabalho e ao das obrigações”.

O que o legislador constituinte pretendeu no mencionado texto foi equiparar a sociedade de economia mista à empresa privada nas suas relações externas com terceiros, empregados, fornecedores, adquirentes de mercadorias e o próprio fisco, não lhes concedendo nessas matérias qualquer privilégio ou prerrogativa decorrente do *imperium*, ou seja, da soberania estatal. Mas a Constituição não determinou que, nas suas relações internas com o acionista majoritário (pessoa jurídica de direito público), as leis aplicáveis às sociedades mistas fossem as mesmas que incidem sobre as demais companhias. A interpretação literal já nos leva a essa conclusão, pois a **disposição constitucional se refere às sociedades de economia mista e não aos seus controladores**, nenhuma referência fazendo à pessoa jurídica de direito público que é a controladora. Ora, ao mesmo resultado chegamos pela interpretação lógica, histórica e sistemática. É evidente que há, nas empresas mistas, certas peculiaridades que exigem que lhe seja dado um tratamento especial. De fato, sob a forma de pessoa jurídica de direito privado, encontramos sempre, na sociedade de economia mista, um interesse público do qual a coletividade não pode abrir mão. Trata-se de um caso de um conteúdo de direito público sob a forma de direito privado. Nas suas relações externas, a empresa se rege pelo direito comercial, trabalhista e tributário, mas no que se refere às suas relações internas — com o acionista controlador —, prevalecem as normas de direito administrativo.⁸ Neste sentido, o Decreto-lei nº 200, de 25 de fevereiro de 1967, estabeleceu o princípio da supervisão ministerial nas sociedades de economia mista e nas empresas públicas e um regime jurídico próprio foi criado para garantir o controle dessas sociedades pelo Tribunal de Contas. Das decisões das diretorias das sociedades de economia mista se admite, em virtude de parecer do Consultor Geral da República [13], aprovado pelo Presidente da República, o recurso hierárquico apreciado e julgado pelo Governo Federal, quando, evidentemente, não existe situação similar em relação ao acionista controlador da empresa privada.

A própria lei das sociedades anônimas, admitiu, por sua vez, em relação às sociedades mistas, normas de caráter especial, como no caso que encontramos nos artigos 238, que consagra a prevalência do interesse público sobre o dos acionistas, e 242, que estabelece a responsabilidade solidária da pessoa jurídica de direito público pelas obrigações da companhia por ela controlada. Não há, assim, qualquer dúvida quanto à possibilidade de se estabelecer, em lei, um tratamento distinto para o controlador nas sociedades privadas e nas empresas mistas, sendo, como vimos, numerosos os exemplos de normas já existentes neste sentido e cuja inconstitucionalidade jamais foi suscitada nem poderá sê-lo, por absoluta falta de amparo jurídico.

⁸ Veja [17, p. 87].

⁹ Veja as declarações do Ministro da Fazenda na Câmara dos Deputados em [9].

Conclui-se, pois, que somente nas suas relações externas, as sociedades mistas estão sujeitas às mesmas normas que as empresas privadas, podendo e devendo a posição do acionista controlador ser definida pelo direito administrativo, em virtude do próprio interesse público que justificou a criação da sociedade de economia mista e exige a manutenção do seu controle pelo Estado.

Não há motivo que justifique, destarte, qualquer discussão a respeito da eventual inconstitucionalidade das normas dos artigos 60 e 61 da Lei nº 4.728, que criaram um regime próprio para as vendas de ações pertencentes à União Federal, incumbindo o Banco Central de realizá-las e dispensando qualquer outra formalidade legal ou administrativa, o que afasta, inclusive, aquelas que vieram a ser determinadas posteriormente pela Comissão de Valores Mobiliários que, como vimos, não tinha competência para tratar dessa questão. Conseqüentemente, a Carta-Circular nº 303 criou uma regulamentação juridicamente ineficaz, além de economicamente inviável, conforme bem salientou em seu pronunciamento, na Câmara dos Deputados, o Ministro da Fazenda.⁹

Concluimos, pois, que, do ponto de vista jurídico, inexistente qualquer irregularidade na decisão e na negociação, pelo Banco Central, da venda de ações da Companhia Vale do Rio Doce, por terem sido atendidas as determinações constantes dos artigos 60 e 61 da Lei nº 4.728, que são as únicas existentes, vigentes e válidas na matéria.

NOTA FINAL

Após a elaboração do presente estudo, alguns artigos publicados na imprensa, que discutiram a matéria, justificaram certas considerações complementares, que apresentamos na presente nota, para melhor esclarecimento da questão.

Houve quem pretendesse equiparar o Banco Central, quando participa na venda das ações pertencentes à União Federal, a qualquer outro investidor, deduzindo dessa consideração a conclusão de acordo com a qual deveria, em tal hipótese, a autoridade monetária ser tratada em pé de igualdade com todos os demais vendedores que atuam na Bolsa. É preciso lembrar que no caso o proprietário das ações é a União Federal e que conseqüentemente a lei atribuiu ao Banco Central uma função específica de fiscal do procedimento de alienação. O Banco Central não é o titular das ações, que pertencem à União, participando da operação *ex vi legis* para assegurar a boa execução da mesma, exer-

cendo pois, nos termos da Lei nº 4.728, em relação ao Governo Federal, a função que atualmente incumbe à CVM em relação aos demais acionistas controladores. Ora, sendo o Banco Central um órgão de fiscalização nessa hipótese e não um simples investidor, é evidente que não lhe cabe obedecer à CVM, que não tem, no caso, competência nem regulamentar, nem jurisdicional.

Quanto à aplicação dos artigos 19 e 4º da Lei nº 6.385 também não nos parece que possa afetar as nossas conclusões. Não nos referimos detalhadamente ao artigo 19 da legislação que criou a Comissão de Valores Mobiliários, pois, na realidade, ele se limita a reproduzir os artigos 16 e 21 da Lei nº 4.728, que analisamos minuciosamente. Efetivamente e ao contrário do que foi afirmado, tanto a Lei nº 6.385/76, no seu artigo 19, como a Lei nº 4.728, nos seus artigos 16 e 21, sujeitam ao registro prévio e à utilização do sistema de distribuição tanto as novas emissões como as vendas realizadas pelo controlador. O registro era anteriormente feito em todos os casos no Banco Central, tendo sido transferido para a CVM em todas as hipóteses nas quais não foi mantido o texto do diploma anterior. Assim, para todas as emissões novas (mercado primário) e para todas as vendas de ações pelo controlador (mercado secundário), desde que este não seja a União, exige-se o registro na CVM, aplicando-se a regra geral. No tocante às alienações de ações pertencentes à União Federal, o registro é dispensado e a venda é feita com a participação do Banco Central, nos precisos termos dos artigos 60 e 61 da Lei nº 4.728. Neste caso, a intervenção do Banco Central equivale ao registro, como já assinalamos. Podemos concluir que, como os artigos 60 e 61 só se referem ao mercado secundário, a situação atual é no sentido de não se aplicarem as normas da Lei nº 6.385 às vendas de ações de sociedades de economia mista realizadas pela União Federal por se tratar de matéria que continua regida pela Lei nº 4.728. É preciso, aliás, salientar que nenhum dos estudiosos da questão chegou a entender que estavam revogados os artigos 60 e 61 da Lei nº 4.728, nem explicou como os compatibilizara com as suas interpretações.

Invocou-se também a violação do artigo 4º da Lei nº 6.385, que é norma meramente instrumental, pois atribui várias competências ao Conselho Monetário Nacional e à CVM. Ninguém discute tais competências mas é evidente que a venda das ações da Vale não excluiu a competência de qualquer órgão. Em relação às vendas de ações pertencentes à União, o que ocorre tão-somente é que a lei especial atribuiu uma competência de fiscalização ao Banco Central, que aplicará no que for cabível as normas do Conselho Monetário Nacional, ao qual ele está subordinado. *Ex vi lege*, ao Banco Central é que cabe na hipótese estabelecer o *modus faciendi* das vendas, obedecidas as leis e normas regulamentares. Se tiver havido qualquer violação de normas pelo Banco Central, a matéria deverá ser examinada e decidida pelos seus superiores hierárquicos, que são o Ministro da Fazenda e o Conselho Monetário Nacional, não cabendo

à CVM, autarquia do mesmo nível, transformar-se em fiscal da atividade do Banco Central.

Em relação à Carta-Circular nº 303, de 14.12.1978, cabe salientar preliminarmente que ela pretendeu "consolidar diversas instruções a respeito das condições para realização, em pregão das Bolsas de Valores, de operações especiais" tendo sido dirigida pela CVM às Bolsas. Ora, a consolidação pressupõe a existência de uma norma prévia, pois só se consolida o que já foi regulamentado previamente. Se não houve norma anterior neste sentido, a consolidação não pode ser considerada como válida pois ela não pretende inovar, mas apenas apresentar de modo mais coerente ou sistemático um conjunto de normas preexistentes.

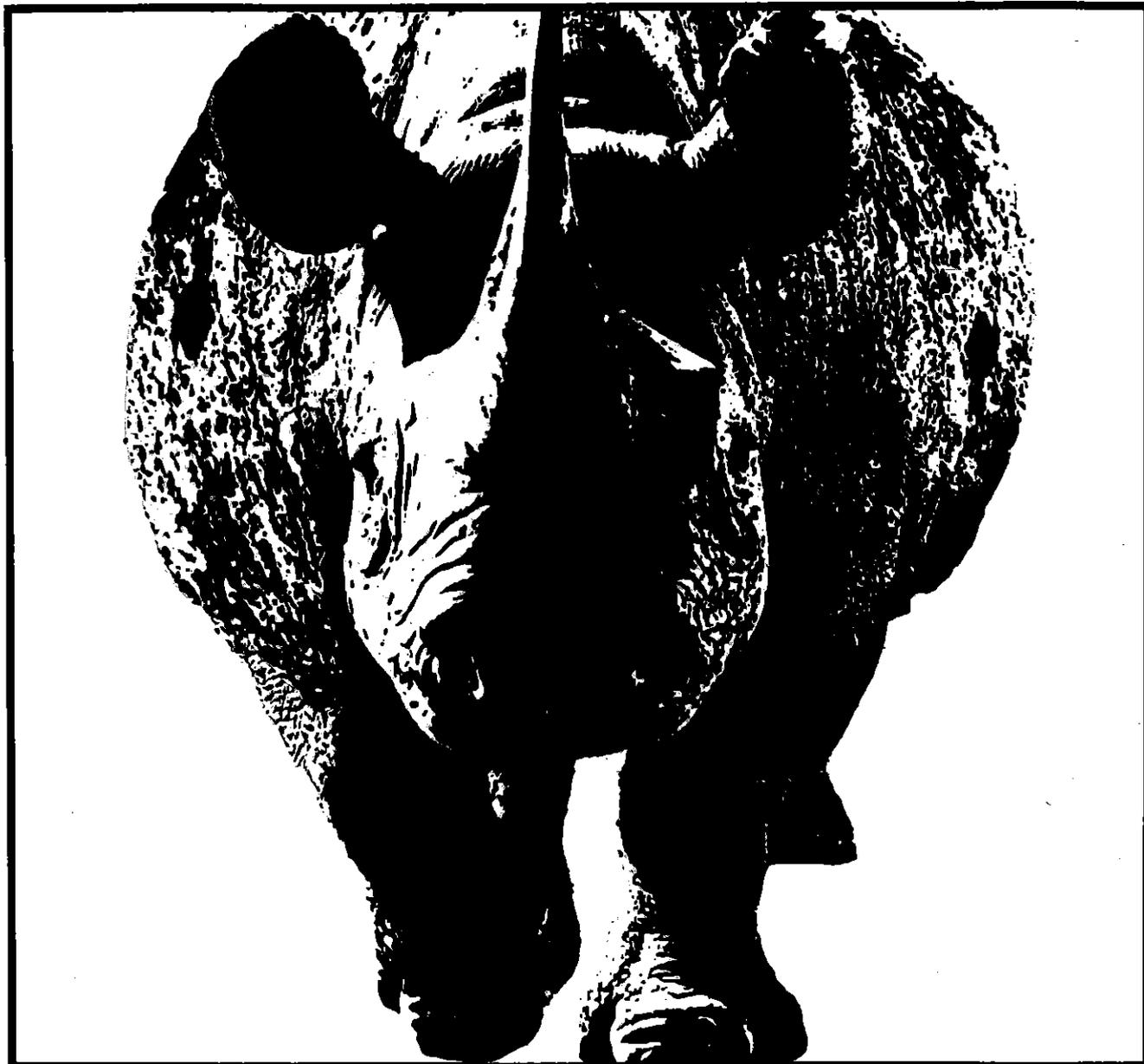
É ainda preciso ponderar que, no ofício circular conjunto, encaminhado pelas Bolsas do Rio de Janeiro e de São Paulo aos seus associados, ou seja, às sociedades corretoras, para dar-lhes ciência do disposto na Carta-Circular nº 303, a regulamentação limitou-se a estabelecer que, no tocante aos títulos pertencentes à União, Estados e Municípios, os corretores deviam efetuar as operações com apregoação e liquidação normais, obedecidas as exigências legais e regulamentares (item 5). Em relação à venda de quantidade de ações sensivelmente superior à média diária negociada nos últimos pregões, o ofício esclarece que a providência tomada é a seguinte: "A Bolsa de Valores manterá sistema de acompanhamento e análise, que apontará as ações que apresentarem variações significativas da quantidade negociada, quanto à média de períodos anteriores, de acordo com os diversos níveis de liquidez dos títulos." Foi essa a única interpretação que as próprias Bolsas deram ao conteúdo da Carta-Circular nº 303, naquilo que interessa ao caso, transmitindo as recomendações da CVM aos corretores. Verifica-se, pois, que mesmo que se pretendesse, *ad argumentandum* — e por mais absurdo que possa ser — aplicar ao caso a Carta-Circular, a sua interpretação pelas Bolsas de Valores, que foi comunicada às sociedades corretoras, não ensinaria o reconhecimento de irregularidade na operação.

BIBLIOGRAFIA

- 1 AUFRICHT, Hans. *La législation des banques centrales, étude comparative*. Paris, Ed. Cujas, 1965.
- 2 BULHÕES, Octávio Gouvêa de. A engenhosidade do Ministro Galvêas. *Jornal do Brasil*, Rio de Janeiro, 2 abr. 1980. p. 11.
- 3 ESPÍNOLA, Eduardo & ESPÍNOLA FILHO, Eduardo. *A lei de introdução ao Código Civil Brasileiro*. Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1943. v. 1, n. 36.
- 4 FALCÃO, Amílcar de Araújo. *Introdução ao direito administrativo*. 2. ed. São Paulo, Resenha Universitária, 1977.
- 5 FONSECA, Herculano Borges da. O caso da Vale e a otimização do mercado de capitais. *Jornal do Brasil*, Rio de Janeiro, 21 abr. 1980.

- 6 ——. *As instituições financeiras do Brasil*. Rio de Janeiro, Crown Ed., 1970.
- 7 GALBRAITH, John Kenneth. *Money — whence it came where it went*. Boston, Houghton, Mifflin Co., 1975.
- 8 O GLOBO. Rio de Janeiro, 26 mar. 1980. p. 28.
- 9 O GLOBO. Rio de Janeiro, 1 abr. 1980. p. 24.
- 10 GODRILLO, Augustin A. *El acto administrativo*. Buenos Aires, 1963.
- 11 *Huit banques centrales européennes*. Paris, PUF, 1963.
- 12 MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito administrativo*. 7. ed. São Paulo, Revista dos Tribunais, 1979.
- 13 PARECER n.º 9 do Consultor Geral da República aprovado pelo Exmo. Sr. Presidente da República. *Diário Oficial*, Brasília, 23 ago. 1979. p. 12.063.
- 14 PATAT, Jen Pierre. *Les banques centrales*. Paris, Sirey, 1972.
- 15 RÁO, Vicente. O direito e a vida dos direitos. São Paulo, Max Limonad, 1952. v. 1, n. 244.
- 16 WALD, Arnoldo. *Curso de direito civil — parte geral*. 4. ed. São Paulo, Sugestões Literárias, 1975.
- 17 ——. As sociedades de economia mista e a nova lei das sociedades anônimas. *Revista de Direito da Procuradoria Geral da Justiça do Estado do Rio de Janeiro*, Rio de Janeiro, n. 31, 1977.

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.**

Análise de Desempenho das Sociedades de Investimento - D.L. 1.401 *

Miguel Dirceu Fonseca Tavares * *

O presente artigo estuda o desempenho das Sociedades de Investimento - D.L. 1.401 durante o período 1975-1978. As indicações advindas deste estudo apontam a fraca atratividade desse instrumento para captação de recursos externos devida às maiores vantagens apresentadas pelas operações de empréstimo e de investimento direto. Sugerem ainda que reduções da complexidade operacional do instrumento, conquanto desejáveis, não garantem uma melhoria nos fluxos de recursos, o que dependeria de mudanças na política de incentivos aos capitais estrangeiros, favorecendo os investimentos de carteira.

This paper examines the performance of Sociedades de Investimento - D.L. 1.401 (investment companies for foreign investors) in the period 1975-78. This study shows that the lack of attractiveness of this instrument for mobilizing foreign portfolio resources is due to advantages offered by loan operations and direct investment. It also suggests that, although desirable, a reduction in the operational complexity of the instrument would not assure a major increase in the flow of resources, which would depend to a greater extent on changes in the incentive policy for foreign capital in favor of portfolio investments.

INTRODUÇÃO

O presente artigo estuda o desempenho das sociedades de investimento D.L. 1.401 desde sua criação em 1975 até março de 1978.

O nosso propósito neste trabalho foi buscar, nas características de constituição, padrões de administração de carteira e, no desempenho dessas Sociedades, as causas possíveis que explicassem o relativo insucesso na captação de recursos, e ainda tentar discutir seus possíveis caminhos para o futuro.

* Este artigo foi elaborado com base em minha Tese de Mestrado apresentada e aprovada pela COPPEAD/UFRJ. Gostaria de apresentar meus agradecimentos ao Professor Ney O. Brito, na qualidade de meu orientador acadêmico e presidente da banca de tese, e aos Professores Claudio R. Contador e Jorge A. Garcia Gómez, membros da banca, por suas relevantes sugestões em diferentes momentos da realização deste trabalho. Gostaria ainda de agradecer à Sonia Uderman por sua colaboração na codificação dos dados necessários à realização desta pesquisa, a Alceu de Mentzingen e a Geraldo Jorge Caputo pelo processamento de dados, à Regina Celia Silva de Souza, Bibliotecária do IBMEC, bem como à Maria Lúcia Horta de Almeida e a Luiz Serafim Spínola, da CVM, por terem me propiciado acesso aos dados primários e colaborado com relevantes críticas e sugestões. Finalmente gostaria de agradecer à equipe técnica do IBMEC e, em especial, ao Professor Walter Lee Ness, Jr. por suas relevantes contribuições e críticas, que me foram de grande utilidade. Os erros e omissões porventura remanescentes, bem como as opiniões expressas neste artigo são de inteira responsabilidade do autor, não refletindo, necessariamente, o ponto de vista do IBMEC.

** O autor é M.Sc. em Administração pela COPPEAD/UFRJ e Pesquisador do IBMEC.

R. Bras. Merc. Cap.	Rio de Janeiro	v. 6, n. 16, pp. 39-57	jan./abr. 1980
---------------------	----------------	------------------------	----------------

A institucionalização das sociedades de investimento pelo Decreto-Lei 1.401, de maio de 1975, recolocou para o sistema financeiro nacional as questões ligadas aos mercados internacionais de títulos, agora envolvendo o setor privado da economia. Até então, o Brasil só havia colocado nos mercados internacionais títulos da dívida pública por intermédio de grandes banqueiros e iniciado timidamente a colocação de títulos privados.

A inovação contida no Decreto-Lei 1.401 é, fundamentalmente, a abertura da economia nacional à participação acionária estrangeira, através dos mercados de títulos em contraste com os investimentos diretos até então predominantes frente ao capital de risco.

Os empresários financeiros que se empenharam na regulamentação destas sociedades viram frustradas suas expectativas três anos após, em face do reduzido volume de afluxo de capitais que o instrumento gerou.

No bojo desta abertura de nosso mercado de títulos para o exterior vários problemas afloraram, respondendo, segundo o meio empresarial, pelo fraco atrativo destas sociedades no mercado externo. Entre estes problemas, cabe destacar os efeitos da crescente inflação e as expectativas de uma política de máxima desvalorização; as barreiras implantadas por um complexo regime tributário; as restrições às saídas do investimento que, antes de serem consideradas excessivas, foram responsabilizadas pela geração, no mercado, de uma multiplicidade de títulos com diferentes prazos decorridos, dificultando, sobremaneira, sua negociação; o baixo nível de informação, comparativamente aos níveis dos mercados em que foram oferecidos; e pouca liquidez dos títulos.

De qualquer forma, o movimento de institucionalização de um mercado de capitais nacional, voltado, em parte, para os propósitos de desenvolvimento econômico, se completou com a abertura desse mercado ao exterior.

BASE LEGAL DAS SOCIEDADES DE INVESTIMENTO — D.L. 1.401

As sociedades de investimento — Decreto-Lei 1.401 — são constituídas sob a forma de sociedades anônimas de capital autorizado, com todo seu capital representado por ações ordinárias, nominativas não endossáveis.

As condições de enquadramento de uma sociedade de investimento nos dispositivos do Decreto-Lei 1.401 ressaltam seu objetivo de efetivar a associação de capitais nacionais e estrangeiros para aplicação de recursos em investimentos considerados de interesse para a economia brasileira, assim definidos pelo Conselho Monetário Nacional.¹

Conquanto a regulamentação específica para a constituição, administração, autorização para funcionamento e operações das sociedades de investimento — que se destinam especificamente à captação de recursos externos com vistas à sua aplicação no mercado de capitais brasileiro — só tenha sido promulgada em 1975, suas bases legais repousam na Portaria n.º 309, de 1959, do Ministério da Fazenda, que instituiu as sociedades de investimento. Já era previsto na legislação brasileira o ingresso de capitais estrangeiros no mercado de valores mobiliários, bem como as condições de seu registro, reinvestimento de lucros, remessa de dividendos e ganhos de capital pela Lei n.º 4.131 de 03.09.1962, modificada pela Lei n.º 4.390 de 29.08.1964.

A vinculação da entrada de capitais estrangeiros às sociedades de investimento é, por sua vez, estabelecida em 14.07.1965 pela Lei 4.728 em seu artigo 49.

Finalmente é concluída a trajetória de criação das condições legais para a abertura do mercado mobiliário nacional ao capital estrangeiro pela promulgação, em 08.05.1975, do D.L. 1.401, cujo texto, ao fixar as condições para que os investidores residentes ou domiciliados no exterior se beneficiem com incentivos fiscais de isenção do imposto de renda previsto no artigo 18 do Decreto-Lei n.º 1.338 de 23.07.1974, estabelece o perfil básico das sociedades de investimento, que foram regulamentadas pela Resolução n.º 323 do BCB, da mesma data do Decreto-Lei que as designa.

CONSTITUIÇÃO E OPERAÇÃO

A autorização para constituir as sociedades de investimento — D.L. 1.401 — é da competência do Banco Central, podendo ser concedida a bancos de investimento ou sociedades corretoras que atendam aos requisitos mínimos de patrimônio líquido e capacidade técnica em gerir investimento em carteiras diversificadas de títulos.

Quanto ao patrimônio líquido foi fixado um mínimo de Cr\$ 5 milhões, podendo este ser efetivado por coligação de firmas; a capacidade técnica é reconhecida pela comprovação da existência de departamento técnico, sujeito à supervisão e responsabilidade direta de diretor da instituição administradora; a comprovação de experiência em gerir carteiras é inferida do fato de a instituição administrar fundos de investimento.

O capital das sociedades de investimento — D.L. 1.401 — foi fixado no mínimo de Cr\$ 200 mil, para o capital inicial integralizado, e no máximo de Cr\$ 50 milhões para o capital autorizado. No entanto, é possível, "ad referendum" do Banco Central, a elevação do montante do capital autorizado, ou a constituição de nova sociedade de in-

¹ Veja item II da Resolução n.º 323, de 8 de maio de 1975, do Banco Central do Brasil.

vestimento por uma mesma instituição administradora pelo fato de já se ter atingido na primeira sociedade o patrimônio líquido de Cr\$ 50 milhões, ou pelo fato de Instituição interessada comprovar a existência de subscritores com compromissos firmes, de subscreverem as ações da nova sociedade em montante igual ou superior a Cr\$ 50 milhões. Ainda são previstos aumentos do capital autorizado que objetivem incorporações de reservas.

A subscrição do capital das sociedades de investimentos — D.L. 1.401, será feita a Cr\$ 10 por ação de valor nominal de Cr\$ 1 cada; a diferença de Cr\$ 9 por ação subscrita constituirá, na forma da Lei, capital excedente.

As ações são subscritas pela instituição administradora da sociedade de investimento ao valor de Cr\$ 10 ao dar entrada no processo de registro. O produto desta subscrição é depositado no Banco Central, que, logo após a efetivação do registro, libera os recursos para a instituição administradora. Esta, em posse dos recursos, efetua as aplicações cabíveis. O preço de subscrição ou aquisição das ações será, deste momento em diante, calculado pelo valor patrimonial líquido dividido pelo número de ações em circulação. O patrimônio líquido será tomado para este fim pela soma do disponível acrescido do valor da carteira e dos valores a receber, deduzidas as exigibilidades; o número de ações em circulação será a diferença entre número de ações subscritas e o número de ações em tesouraria. Dos valores calculados, a parcela que ultrapassar o valor nominal de Cr\$ 1 será então considerada capital excedente.

A instituição administradora ou pessoas físicas a ela ligadas só poderão reter ações da sociedade de investimento em quantidade necessária para atender aos requisitos de caução da diretoria e ao atendimento das disposições legais sobre representação em Assembléias Gerais.

A instituição dispõe de 180 dias para recolocar, no exterior, as ações subscritas do capital inicial não retidas, sob pena de liquidação da sociedade de investimento.

A captação de recursos no exterior para a aquisição ou subscrição de ações das sociedades de investimento é feita por intermédio de agentes de subscrição, credenciados pelas instituições administradoras através de contrato de agenciamento de subscrição, o qual deve ser registrado no Banco Central do Brasil.

O agente de subscrição fica, pelos termos contratuais, responsável por todo o processo de colocação dos títulos no exterior, e as despesas incorridas devem ser cobertas pela taxa de colocação paga pelo investidor estrangeiro e sobreposta ao valor de subscrição das ações.

O valor mínimo de cada operação, por acionista, não deverá ser inferior a US\$ 10 mil ou seu equivalente. Na operação de aquisição ou subscrição, o único item de custo

que é deduzido dos recursos remetidos pelo agente de subscrição para aplicação pela instituição administradora é a corretagem de câmbio quando devida.

As formas mais comuns de captação de recursos no exterior têm sido, até o momento, a colocação junto a grandes fundos de investimentos internacionais, a colocação em bolsa — basicamente a de Londres —, de títulos representativos das ações da sociedade de investimento, no caso, certificados de custódia das ações mantidas em bancos comerciais e subscrições particulares.

A principal destas modalidades de colocação tem sido a operação com fundos, e os certificados de custódia são os títulos mais facilmente negociáveis em mercado secundário europeu, basicamente na bolsa de Londres, onde as ações das sociedades de investimento — D.L. 1.401 — são cotadas.

REGISTRO, LIQUIDAÇÃO E TRIBUTAÇÃO

As ações das sociedades de investimento — D.L. 1.401 — são emitidas exclusivamente na modalidade nominativa não endossável e negociadas em lotes mínimos de US\$ 10 mil.

A cada subscrição ou aquisição de ações corresponderá um registro distinto de investimento em moeda estrangeira em nome do acionista na Gerência de Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros — FIRCE/BACEN. A data deste registro será tomada como base para o controle do prazo de permanência do investimento no país. Este prazo está fixado em um mínimo de três anos, findo o qual é dado ao acionista realizar a liquidação do investimento de forma parcelada. Em cada período de seis meses que se seguir ao término do prazo mínimo de permanência, o acionista poderá liquidar ações cujo valor total não represente mais de 20% do capital inicialmente ingressado no país. Desta forma, o repatriamento dos recursos iniciais aplicados nas sociedades de investimento só se completará ao término de cinco anos e meio, no mínimo.

Findos o período de liquidação e o repatriamento do investimento inicial, o saldo remanescente será tratado como ganho de capital, e desta forma sujeito à tributação na fonte à razão de 15%. A liquidação do investimento será feita com a compra das ações pela sociedade de investimento ao preço que estiver em vigor no primeiro dia de expediente normal bancário subsequente ao da entrada do pedido. Estabelece a legislação em vigor que a liquidação será efetuada em dinheiro, dispondo a sociedade de investimento de 10 dias úteis para tal fim. Os recursos, em ordem preferencial, para atender a liquidação do investimento são os lucros acumulados, o capital excedente, e se estes recursos inexisterem, poderá a sociedade lançar mão do capital subscrito, caso em que as ações adquiridas não poderão ser mantidas em tesouraria por prazo superior a 360 dias.

As remessas referentes ao investimento inicial estão isentas de tributação. Os ganhos de capital, conforme definido anteriormente, os dividendos e as bonificações em dinheiro serão taxados à razão de 15%. No entanto, se os recursos investidos permanecerem no país sem nenhuma retirada pelo prazo de seis anos, o imposto só será devido após o término do sexto ano e se beneficiarão de tratamento regressivo conforme o seguinte escalonamento: prazos de permanência acima de seis até sete anos, 12%; acima de sete até oito anos, 10%; e acima de oito anos, 8%, conforme estabelece o artigo 5º do D.L. 1.401.

Além deste tratamento tributário, excetuando-se o caso dos recursos aplicados permanentes no país por prazo igual ou superior a oito anos, ficam sujeitos a imposto suplementar² todas as remessas que, líquidas de impostos, excederem a 12% do valor do investimento inicial.

Assim, se os ganhos de capital, os dividendos e as bonificações em dinheiro, separados ou conjuntamente, após deduzidos os impostos cabíveis, excederem os limites previstos para retorno, serão taxados da seguinte forma: sobre o que exceder a 12% e até 15%, 40%; a 15% e até 25%, 50%; e, a 25%, 60%.

APLICAÇÕES PATRIMONIAIS

As limitações básicas para a constituição das carteiras das sociedades de investimento — D.L. 1.401 — referem-se ao controle do investimento a que se pretende associar os capitais estrangeiros. De acordo com os objetivos originais destas sociedades, a regulação favorece, na associação, o controle pelos capitais nacionais e também privilegia o propósito da abertura de capital das empresas.

Um mínimo de 50% das aplicações globais das sociedades de investimento, serão representados por ações ou debêntures de emissão de sociedades anônimas de capital aberto e controladas por capitais privados nacionais.

Os recursos remanescentes não excluem a possibilidade de serem aplicados nas mesmas alternativas fixadas, cumulativamente. Isto fica assegurado pelo estabelecimento da regra de que as sociedades de investimento terão como alternativas aplicações em ações de empresas registradas em bolsa de valores, ou naquelas, em fase de lançamento, devidamente registradas para oferta pública no Banco Central, mesmo que não registradas em bolsas de valores.

A forma de aquisição, em qualquer caso, poderá ser feita por subscrição ou em bolsa de valores. Em síntese, salvo as restrições relativas a controle sobre os capitais a que se associarem, as sociedades de investimento estão limitadas

em suas aplicações apenas pela necessidade de terem 50% de suas aplicações em empresas nacionais privadas e de capital aberto. Outra alternativa para os 50% remanescentes é a manutenção de posição em Letras do Tesouro Nacional. Ou ainda, conforme a Resolução 348, de 13.11.75, do Banco Central manter os recursos captados no exterior, em depósito nesse banco, abonando juros a uma taxa fixada com base nas cotações vigentes para o mercado interbancário de Londres para depósitos na mesma moeda de registro.

Esta alternativa representa para as sociedades de investimento uma abertura para aplicações dos recursos captados, por 180 dias, com correção cambial implícita, no mercado externo, uma vez que o depósito é realizado na moeda de divisa que ingressou no país, neutralizando, em parte, a impossibilidade de aplicação no exterior prevista nas vedações a que estão sujeitas pela Resolução 328, de 08.05.75, do Banco Central.

Quanto ao controle, fixa a legislação que o montante de aplicação em títulos de uma única empresa não deverá exceder 10% do total das aplicações da sociedade de investimento, nem representar mais de 10% do capital votante da empresa ou ainda, mais de 20% do capital total da mesma. A média das aplicações por empresa é fixada em 5% do valor total das aplicações da sociedade de investimento.

As sociedades de investimento, além de terem que atender estes critérios de diversificação para suas carteiras, estão impossibilitadas não só de capitalizarem suas posições creditícias no mercado interno, por não poderem emprestar ou tomar emprestado, mas também de, sob qualquer modalidade, utilizarem os títulos e valores mobiliários constitutivos da carteira para locação, empréstimo, penhora ou caução. Não lhes é permitido também prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer forma.

Por fim, proibem-se ainda aplicações em firmas de administração ou de participação, em títulos emitidos ou com coobrigação da instituição administradora, aplicações de recursos nos mercados externos e aquisição de bens imóveis. Com estas vedações se completa o quadro das restrições quanto à aplicação dos recursos das sociedades de investimento e são delimitadas as possibilidades de otimizar suas atuações.

APURAÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DOS RESULTADOS

Segundo as normas em vigor, às sociedades de investimento é dado optar por dois critérios de apuração, apropriação e distribuição dos seus resultados financeiros. Estes dois critérios, constantes das Resoluções do Banco Central n.ºs 272 e 263, de 30.09.75 e 10.07.75, respectivamente,

² Imposto Suplementar é previsto no artigo 6º do D.L. 1.401, bem como no artigo 43 da Lei 4.131/03.09.62, modificado pelo artigo 1º da Lei 4.390 de 29.08.64.

se diferenciam pela inclusão do saldo credor das contas Valorização e/ou Desvalorização na Carteira de Títulos e Lucros na Venda de Títulos como elementos positivos do crédito e o saldo devedor da primeira conta mais os prejuízos na venda de títulos com elementos negativos de crédito. As demais diferenças apresentadas são devidas à necessidade de manutenção da consistência dos lançamentos contábeis das sociedades de investimento.

Muito embora seja permitido a adoção de um dos critérios, alternativamente, as sociedades criadas e em funcionamento têm optado pelo critério fixado pela Circular 272, a qual trata como resultados suspensos as variações do valor da Carteira e os resultados das trocas de posição da mesma. Este critério é, sem dúvida, mais conservador que o alternativo.

A SITUAÇÃO ATUAL DAS SOCIEDADES DE INVESTIMENTO - D.L. 1.401

Ao final do ano de 1977 já se contava com 18 sociedades de investimento, sendo quatro sob a administração de sociedades corretoras e as demais constituídas por bancos de investimento.

TABELA 1 - Sociedades de Investimento Administradas por Sociedades Corretoras

Sociedade de Investimento	Data de Constituição	Instituição Administradora
BMG International Investment Fund S/A	24.07.75	BMG Corretora S/A
Célio Pelajo S/A	19.02.76	Célio Pelajo Corretora de Câmbio e Valores S/A
Investbrazil S/A	15.06.76	Socopa - Sociedade Corretora Paulista S/A
United Brazilian Funds S/A	17.08.77	Cocentro - Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Metropolitana. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários

Fontes: Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários.

As sociedades de investimento constituídas por firmas corretoras, segundo o Banco Central do Brasil, até março de 1978 não tinham captado recursos no exterior. Desta forma, os resultados que aparecem no estudo das carteiras para as duas últimas sociedades de investimento da Tabela 1 referem-se à subscrição do capital inicial por domiciliados no país.

Segundo a mesma fonte, dentre as sociedades de investimento sob administração dos bancos de investimento, apenas três sociedades não haviam realizado captação de recursos no exterior: Citi-Crefisul Alfa S/A, administrada pelo Banco Crefisul de Investimento S/A, Real Trust S/A, administrada pelo Banco Real de Investimento S/A e The Itaú Brazilian Fund S/A, do Banco Itaú de Investimento S/A.

Os valores das carteiras apresentados para as sociedades de investimento Citi-Crefisul Alfa S/A e Real Trust S/A se referem à subscrição do capital inicial por domiciliados no país. As operações das sociedades de investimento no exterior estão bastante concentradas em termos de subscritores de suas ações. As 11 sociedades que captaram recursos no exterior até dezembro de 1977, contam com 18 acionistas principais registrados no Banco Central, os quais detêm 99,7% do total da captação global.³ Cumpre ressaltar que a Sociedade FINASA do Brasil S/A conta com seis acionistas principais, sendo que destes, um detém 68,2% de sua captação total. Em seguida temos a ABN Brasil Investment Fund S/A e a Robrasco S/A, que contam, ambas, com dois acionistas principais, sendo que, no caso da ABN, os acionistas são empresas coligadas.⁴

O pequeno número de subscritores registrados no Banco Central do Brasil encobre as reais dimensões do mercado das sociedades de investimento. Isto se deve ao fato de se tratar ou de fundos de investimento onde se teria uma dispersão da propriedade das ações entre seus cotistas, ou de subscritores sob a forma de instituições financeiras depositárias das ações das sociedades de investimento que emitissem, sobre estes depósitos, certificados negociáveis, cuja posse se encontra em nível mais amplo de dispersão.

No entanto, mesmo havendo uma diferença entre o número de subscritores registrados e os efetivos possuidores das ações, esta não se apresenta muito significativa para efeito de se ter um mercado firme para os títulos das sociedades de investimento.

Uma outra característica peculiar deste mercado refere-se ao fato de, em grande parte, existirem coincidências entre os agentes de subscrição e as instituições subscritoras das ações registradas no Banco Central. Assim, de modo geral, a colocação das ações das sociedades de investimento no exterior tem sido realizada ou a investidores ligados societariamente ao agente de subscrição, ou a este próprio agente, e, em ambos os casos, com forte dominância de grupos que detêm participação acionária ou mesmo controle das instituições administradoras, ou ainda interesses no mercado brasileiro por terem subsidiárias no país.

³ Total captado até dezembro de 1977: US\$ 49,1 milhões; e total da participação dos principais acionistas: US\$ 48,7 milhões (ambos a dólares correntes).

⁴ A Algemene Bank Nederland N. V. controla a Rollandsche Bank Unie V. V., as quais detêm US\$ 0,15 milhões e US\$ 0,01 milhões respectivamente em ações da Sociedade de Investimento ABN (valores em dólares correntes).

TABELA 2 – Sociedades de Investimento Administradas por Bancos de Investimento

Sociedades de Investimento	Data de Constituição	Instituição Administradora
ABN-Brazil Investment Fund S/A	20.12.76	Banco Aymoré de Investimentos S/A
América do Sul S/A	01.08.75	Banco de Investimentos América do Sul S/A
BCN Barclays S/A	31.07.75	Banco de Investimento BCN S/A
Brasilinter S/A	13.07.77	Unibanco – Banco de Investimento do Brasil S/A
Brasilvest S/A	18.11.75	Unibanco – Banco de Investimento do Brasil S/A
Brazilian Investments S/A	13.06.75	Banco Bozano, Simonsen de Investimento S/A
Brazilian Selected Securities S/A	11.02.76	Banco Brascan de Investimento S/A
Citi-Crefisul-Alfa S/A	02.09.75	Banco Crefisul de Investimento S/A
Finasa Brasil S/A	25.07.75	Banco Finasa de Investimento S/A
Real Trust S/A	21.08.75	Banco Real de Investimento S/A
Robrasco S/A	11.07.75	Unibanco – Banco de Investimento do Brasil S/A
Silvest S/A	24.07.75	Banco de Investimento Credibanco S/A
The Brazil Fund S/A	07.11.75	Banco de Investimento Lar Brasileiro S/A
The Itau Brazilian Fund S/A	26.09.76	Banco Itaú de Investimento S/A

Fonte: Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários.

Como já se pode observar, estes subscritores nem sempre retêm as ações subscritas, repassando-as na forma de certificados de depósitos. Como não se dispõe de um levantamento destes agentes que demandaram os certificados, tornam-se dificultosas as investigações sobre as características da demanda, e, por conseguinte, do mercado destes papéis. Por outro lado, esta constatação torna relativa a suposição de que a demanda pelas ações das sociedades de investimento se inscrevem num contexto de “reciprocidades comerciais”, o que é sugerido pela análise dos subscritores registrados no BCB.⁵

A captação de recursos no exterior pelas sociedades de investimento – D.L. 1.401 –, iniciada em julho de 1975, atingiu, em janeiro de 1978, o montante de Cr\$ 1.044,96 milhões (considerando valores constantes a preços de março de 1978).⁶ A distribuição dos recursos captados por sociedades de investimento apresenta-se bastante concentrada

nos intervalos de classe extremos. Sete das 11 sociedades que captaram recursos no exterior representam 7,8% dos recursos totais. As quatro sociedades restantes respondem por parcelas equiparáveis. Tomando valores percentuais, temos os seguintes parâmetros de distribuição: média, 9,1%; desvio padrão, 11%; e mediana, 1,3%.

Quanto ao fluxo de entrada dos recursos no país, temos, em valores percentuais destes fluxos, os seguintes parâmetros de distribuição por entradas mensais: média, 9,1%; desvio padrão, 10,3%; e mediana, 5,5%. Cabe observar que as entradas de recursos de julho e de dezembro de 1975 perfazem 58% de toda a captação no período. Os restantes 42% se distribuem de modo bastante uniforme quanto aos valores ingressados, porém, com baixa frequência mensal; dos 31 meses de operação (julho/75 a janeiro/78) entraram recursos em 11 meses. Fazendo a distribuição sem considerar os dois meses indicados, os parâmetros assumem os seguintes valores: média, 11,1%; desvio padrão, 6,6%; e mediana, 11,3%.

Os recursos captados pelas sociedades de investimento representaram, em 1975, 0,7% da entrada de capital de empréstimo (Resolução 63 do Banco Central e pelo mecanismo do D.L. 4.131) e 3,7% da entrada de capital de risco. Em 1977 estes percentuais passam a 0,1% e 0,8% respectivamente.⁷

Quanto à aplicação dos recursos captados, em conformidade com o que é estipulado pela legislação em vigor, estes, no início do período em estudo, tiveram forte concentração em valores líquidos das seguintes operações: depósitos no Banco Central em conta Recursos Externos a Aplicar, somados ao disponível (caixa e bancos conta movimento) e aos créditos do realizável e subtraídos os exigíveis das sociedades de investimento. Em termos de participação percentual sobre o total dos recursos aplicados, apresentamos os resultados na Tabela 3.

Como se pode observar, após junho de 1976 a participação deste item passa a ser bastante insignificante, se estabilizando em torno de 1%.

O restante da carteira das sociedades de investimento se encontra aplicada em ações, Letras do Tesouro Nacional (LTN) e debêntures. O movimento de compra e venda de ações em bolsa pelas sociedades de investimento – D.L. 1.401 –, representou, durante o período, e considerando a soma dos volumes negociados nas bolsas do Rio e São

⁵ Para uma apreciação das relações societárias referidas, consulte o GUIA INTERINVEST.

⁶ O total, a preços correntes, de entrada de recursos externos somam Cr\$ 547,8 milhões. Os valores foram inflacionados pelo Índice Geral de Preços – Coluna 2 da conjuntura econômica – seguindo a data da efetiva entrada dos recursos.

⁷ Segundo os dados do Banco Central, as entradas de capital de empréstimo e risco foram respectivamente em 1975 e 1977 da ordem de US\$ 4,524 milhões, US\$ 892 milhões e US\$ 5.941 milhões e US\$ 841 milhões.

Paulo, uma participação percentual média da ordem de 1,26%, com desvio padrão de 0,3%.

A baixa movimentação das posições em ações indicam um tipo de administração pouco especulativa, sendo que somente nos 1.º e 4.º trimestres de 1977 as vendas de ações superaram as compras do período.

Quanto aos capitais privados nacionais, os níveis das participações, segundo o controle do capital, variaram na faixa percentual de 60% a 100%, excluídos os dois casos citados anteriormente, para os estatais, de 1% a 28%, e para os estrangeiros, de 4% a 37%.

A baixa participação das ações de empresas estatais nas carteiras pode ser entendida pela política restritiva que

TABELA 3 – Composição das Aplicações das Sociedades de Investimento – D.L. 1.401

(em Cr\$ milhões constantes)

Data	Ano	1975		1976				1977				1978	
		Mês	9	12	3	6	9	12	3	6	9	12	3
Aplicação													
Total (A)			444,3	308,8	756,4	807,0	762,3	724,5	740,5	696,5	839,6	867,2	1.043,8
Créditos + Caixa + Bancos C/Movimento-Exigível (B)			154,4	71,9	136,1	15,3	52,9	23,1	4,6	10,7	16,1	7,5	8,6
B/A%			35	23	18	1,9	6,9	3,2	0,6	1,5	1,9	0,8	0,8

Fonte: Balanços das Sociedades de Investimento – D.L. 1.401.

Quanto às debêntures, são feitas posições em operações de subscrição no ano de 1976 e não sofreram movimentação até o momento.

Quanto às posições em LTN que, apesar de se terem mostrado declinantes durante o período, em termos relativos (veja Tabela 4 Anexo 2), pode-se identificar uma tendência à estabilização em posições baixas destes títulos.

COMPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS DAS SOCIEDADES DE INVESTIMENTO – D.L. 1.401

A composição das carteiras das sociedades de investimento é limitada, pois exige-se que 50% de seus totais sejam aplicados em ações de empresas de controle acionário privado nacional.

Dentre as carteiras analisadas, apenas duas apresentaram participação das empresas controladas por capitais privados nacionais inferiores a este limite, assim mesmo, somente na fase inicial de suas gestões.⁸

Observa-se que a tendência quanto à composição das carteiras, segundo o tipo de controle do capital, foi, com raras exceções, crescente para as ações de controle nacional privado, decrescente para as de controle nacional estatal e estável para as de controle estrangeiro.

vem sendo desenvolvida pelos administradores dos negócios do Estado, quanto à utilização, por essas empresas, do mercado acionário como fonte de financiamento, o que se substancia na pretensão de dar prioridade às ações ditas de segunda e terceira linha.

Já as ações de empresas estrangeiras, conquanto tenham boa participação nas carteiras, não se expandem por razões de natureza legal, estabelecendo limites máximos de aplicação por empresa, de um lado, e, de outro, pela exiguidade do número de empresas desta categoria, que abrem seus capitais no mercado acionário brasileiro.⁹

As sociedades de investimento, em suas aplicações, distinguiram 27 setores de aplicação, seguindo a setorialização proposta pelo IBGE.

Fazendo corresponder a setorialização do IBGE com a utilizada pela Bolsa de Valores de São Paulo, que conta com o maior número de empresas e títulos cotados, observamos que os 27 setores de aplicação das sociedades de investimento representam 76% do total de empresas admitidas à cotação (total em 1977: 343 empresas) e 78% das ações negociadas naquela Bolsa (total em 1977: 795 ações cotadas).

Os setores, cuja presença é dominante nas carteiras das 13 sociedades que fizeram aplicações em títulos de

⁸ As duas exceções são as posições de 31.12.75 – segundo trimestre de existência da carteira – da S. I. Silvest S/A, com 33% e de 30.09.77 – primeiro trimestre de existência da carteira – da S. I. Brasilinter S/A, com 43%.

⁹ Sobre a política de captação de recursos das empresas estrangeiras, veja [9] e [10].

bolsa, são os seguintes: tanto por constarem nas carteiras de todas as sociedades de investimento quanto por representarem a maior parcela individual de aplicação, têm presença dominante os setores de Indústria Química e Comércio de mercadorias no varejo. Em seguida e em ordem decrescente de importância, embora apareçam em um número mais reduzido de carteiras, porém sendo objeto de aplicação por parte de todas as sociedades de investimento temos vestuário, calçados e artefatos de tecidos; material de transporte; indústria metalúrgica; alimentos; bebidas e fumo; minerais não metálicos; indústria mecânica e indústrias extrativas de produtos minerais. Estes 11 setores, por suas marcantes presenças na maioria das carteiras das sociedades de investimento, podem ser responsáveis pelo elevado grau de correlação existente entre as taxas de retornos das carteiras observado durante o período.

Quanto à diversificação setorial e por ações das carteiras das sociedades de investimento, o número de ações variou de um mínimo de 20 a um máximo de 38 ações por carteira. Já o número de setores variou de nove a 16 para o conjunto de todas as carteiras.

O efeito da diversificação sobre a redução de risco de uma carteira depende, em primeira instância, do tipo de correlação existente entre os retornos dos títulos nela incluídos. No entanto, o nível de risco não diversificável — risco sistemático — dependerá basicamente das características das empresas emissoras dos títulos, as quais diferirão para os diversos mercados ou países. Solnik [13] em seu estudo sobre a diversificação internacional de risco mostra, por exemplo, que um investidor americano detendo posição em 20 ações, somente conseguirá uma redução incremental de 3% em seu nível de risco total com a inclusão de mais 50 ações em sua carteira. Este investidor, detendo uma carteira de 20 ações, reduzirá seu risco ao nível de 27% do risco total típico da economia americana. Em comparação, na Alemanha, uma carteira de igual porte conseguirá uma redução de risco ao nível de 44%. Essa diferença pode ser explicada, em grande parte, pelo tipo de abertura do capital das empresas nos dois países.

O padrão de diversificação das carteiras das sociedades de investimento, tanto por títulos quanto por setores, conquanto atendam aos requisitos numéricos do estudo realizado por Solnik, não assegura, no entanto, uma redução semelhante no nível de risco não diversificável. Isto se deve não só ao fato de no Brasil a abertura de capital das empresas ser muito restrita, mas também a estreiteza do mercado que abriga um número muito reduzido de empresas que utilizam o mercado acionário como fonte de financiamento.

Desta forma, o fato de as carteiras reterem de 20 a 38 ações, dispersas por, no mínimo, nove setores, oferecerá uma diversificação que, mesmo minimizante do risco diversificável, não o rebaixará aquém dos níveis dos países desenvolvidos, mesmo daqueles como a Alemanha, confor-

me o estudo de Solnik [13], em que a propriedade empresarial é também bastante concentrada. Brito e Touriel [5] apresentam em seu trabalho sobre a estrutura empresarial brasileira, evidências do elevado nível de concentração do controle empresarial em nosso mercado acionário. Este elevado nível de concentração do controle e um grau de endividamento das empresas muito alto, conduzem à elevação do risco não diversificável para os acionistas e para o mercado brasileiro como um todo.

AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO DAS CARTEIRAS DAS SOCIEDADES DE INVESTIMENTO — D.L. 1.401

Para a consecução da avaliação da *performance* das carteiras das sociedades de investimento — D.L. 1.401 — procedemos, em primeiro lugar, à transformação das taxas de rentabilidades nominais dos títulos em taxas reais.

Em seguida, dado que as carteiras levantadas referem-se a posições de final de trimestre, tomamos os retornos reais dos títulos no final dos meses que encerram os trimestres civis, a fim de estabelecer os retornos das carteiras, para revelar suas situações patrimoniais. Após concatenados os retornos dos títulos com suas participações percentuais nas diversas carteiras, foram determinados os retornos das carteiras (R_c) como a média dos retornos dos títulos (RTA_j), ponderada pelos seus respectivos pesos (K_j). Logo:

$$R_c = \sum_{j=1}^n K_j RTA_j; \quad \text{e} \quad \sum_{j=1}^n K_j = 1$$

A rigor, a avaliação dos resultados das sociedades de investimento, conforme as indicações teóricas, deveria tomar os conjuntos de oportunidade de cada subscritor e, só então, comparar a otimização realizada com a aplicação nesta alternativa de diversificação internacional de risco.

No entanto, dadas as dificuldades para este procedimento, faremos as comparações simples dos desempenhos das carteiras com o intuito de inferir sobre os padrões de diversificação dos agentes administradores.

Ordenando as sociedades de investimento — D.L. 1.401 —, segundo seus padrões de diversificação de carteira e dados relativos aos seus resultados (retorno, desvio padrão dos retornos e variabilidade), constata-se que somente existe alguma correlação entre a diversificação em títulos e o desvio dos retornos. Os fundos menos diversificados, aqui entendidos como aqueles que tiveram em média um número de ações em carteira entre 26 e 20, estão, em geral, classificados entre os que tiveram os menores desvios de retorno. Como se pode observar na Tabela 5, em oposição, os fundos

classificados nas oito primeiras posições quanto ao número de ações são também classificados nas oito primeiras posições quanto ao desvio padrão dos retornos. Isto sugere um sentido positivo da correlação entre as duas variáveis, com o que se pode inferir estarem sendo utilizadas ações nas carteiras destes fundos que não geram um efeito real de diversificação, ou seja, estão sendo incluídas ações com retornos afetados por correlação positiva.

Corroborando esta inferência, os retornos e seus respectivos desvios, por serem fracamente correlacionados (coeficiente de correlação de 0,29), indicam que não existe relação apreciável entre elevação de risco assumido e retorno, o que está coerente com a existência de risco diversificável nas posições de carteira das sociedades de investimento.

TABELA 4 – Retornos Reais das Carteiras das Sociedades de Investimento – D.L. 1.401

(em %)

Sociedades de Investimento	12/75	03/76	06/76	09/76	12/76	03/77	06/77	09/77	12/77	03/78	Retorno Médio (R)	Desvio Padrão σ (R) *
ABN-Brazil Investment Fund S/A												
América do Sul S/A	-0,2	-1,0	0,3	0,2	1,5	-1,1	0,8	5,5	5,0	2,0	1,30	2,30
BCN Barclays S/A		-1,0	0,3	-8,7	4,3	11,3	-1,1	6,7	7,4	0,4	2,18	5,93
Brasilinter S/A								2,6	3,4	0,6	2,20	1,44
Brasilvest S/A		-0,8	7,2	-8,3	5,3	9,4	1,7	2,4	4,9	5,3	3,01	5,21
Brazilian Investments S/A	-2,0	-3,0	8,7	-7,6	3,4	5,5	0,3	0,3	3,9	1,3	1,08	4,64
Brazilian Selected Securities S/A		-1,0	3,9	-6,0	3,1	4,7	-2,2	-0,5	1,5	0,6	0,46	3,35
Citi-Crefisul-Alfa S/A	-0,2	-1,0	0,3	0,2	1,5	-1,1	0,8	1,5	1,6	-0,6	0,30	1,03
Finasa Brasil S/A		-2,4	6,3	-7,8	2,2	7,7	1,1	2,7	6,6	-5,5	1,21	5,47
Investbrazil S/A				-5,3	3,4	0,0	-2,3	0,2	0,5	-2,8	-0,90	2,81
Real Trust S/A		-1,0	0,3	0,2	1,5	-1,1	0,8	1,5	1,6	-0,6	0,36	1,08
Robrasco S/A	-1,5	-2,0	4,0	-11,3	3,8	6,4	0,2	1,0	4,5	-5,3	-0,02	5,32
Silvest S/A	-2,1	-5,7	7,9	-5,9	2,4	6,1	-2,1	4,3	3,0	2,5	1,04	4,77
The Brazil Fund S/A		-2,7	3,5	-10,4	4,0	6,2	-0,4	1,6	2,9	-0,2	0,50	4,89
United Brazilian Funds S/A										-2,8	-	-

* O deflator utilizado foi o índice da coluna 2 da conjuntura econômica.

Fontes: Quadros Demonstrativos Mensais de Composição e Diversificação – S.I. D.L. 1.401 – Boletins Diários da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro – Relatórios Técnicos Mensais da Bolsa de Valores de São Paulo.

TABELA 5 – Classificação em Ordem Decrescente das Sociedades de Investimento – D.L. 1.401 Segundo Padrão de Diversificação e Resultados

Sociedades de Investimento	Diversificação para Setores	Diversificação para Títulos	Retorno Médio (RM)	σ (RM) *	$\frac{\sigma}{RM}$	Volume Captador Exterior
ABN-Brazil Investment Fund S/A	4 ^o	10 ^o	9 ^o	10 ^o	3 ^o	8 ^o
América do Sul S/A	4 ^o	11 ^o	3 ^o	11 ^o	9 ^o	10 ^o
BCN Barclays S/A	3 ^o	6 ^o	4 ^o	1 ^o	8 ^o	11 ^o
Brasilinter S/A	6 ^o	9 ^o	1 ^o	12 ^o	10 ^o	5 ^o
Brasilvest S/A	3 ^o	4 ^o	2 ^o	4 ^o	6 ^o	4 ^o
Brazilian Investments S/A	2 ^o	1 ^o	7 ^o	7 ^o	5 ^o	3 ^o
Brazilian Selected Securities S/A	5 ^o	7 ^o	10 ^o	8 ^o	2 ^o	7 ^o
Citi-Crefisul-Alfa S/A	8 ^o	13 ^o	6 ^o	14 ^o	6 ^o	-
Finasa Brasil S/A	6 ^o	8 ^o	8 ^o	2 ^o	4 ^o	6 ^o
Investbrazil S/A	7 ^o	12 ^o	13 ^o	9 ^o	11 ^o	-
Real Trust S/A	8 ^o	13 ^o	5 ^o	13 ^o	7 ^o	-
Robrasco S/A	1 ^o	2 ^o	12 ^o	3 ^o	12 ^o	1 ^o
Silvest S/A	3 ^o	6 ^o	8 ^o	6 ^o	4 ^o	9 ^o
The Brazil Fund S/A	1 ^o	3 ^o	11 ^o	5 ^o	1 ^o	2 ^o
United Brazilian Funds S/A	2 ^o	5 ^o	-	-	-	-

* Desvio padrão dos retornos.

Fonte: Mapas demonstrativos das posições de carteira das Sociedades de Investimento – D.L. 1.401.

O fato de trabalhar com retornos reais, enquanto nos isente de ilusão monetária, viabiliza a introdução de uma outra classe de distorção associada ao índice utilizado. Um outro fator que poderia estar influenciando sobre os resultados e que ampliaria os efeitos do inflator é a comparação de séries com densidades de freqüência diferentes.

A fim de averiguar a existência de efeitos envezados nas observações constantes da Tabela 5, passamos à ordenação das sociedades de investimento, segundo os mesmos critérios, porém tomando os retornos em termos nominais, com o que teríamos indicações quanto à atitude defensiva destas sociedades frente à inflação. Para possibilitar uma comparação destes resultados com os resultados em termos reais foi necessário um reprocessamento para todas as sociedades de investimento, com iguais números de observações (quatro últimos trimestres, de 06.77 a 03.78).

Da mesma forma, a classificação das sociedades de investimento, segundo esses parâmetros, apresentou menor coincidência entre nível de diversificação — tanto em termos de títulos quanto em termos de setores, com os parâmetros calculados — do que a verificada na primeira apreciação.

Estas observações sugerem serem os retornos em termos reais mais adequados que os nominais, dadas nossas expectativas teóricas quanto ao efeito da diversificação sobre risco e retorno. Sugerem ainda serem as séries completas e de freqüências díspares, observações mais adequadas do que as de igual freqüência para o mesmo tipo de dado.

Um indicador da *performance* de uma carteira que se refere à seletividade das aplicações, consiste na comparação de seus resultados (retorno e risco) com os resultados de

TABELA 6 — Classificação em Ordem Decrescente das Sociedades de Investimento — D.L. 1.401 Segundo Padrão de Diversificação e Resultados em Termos Nominais e Reais^a

Sociedades de Investimento	Resultados Nominais			Resultados Reais		
	Retorno Médio (RM)	Desvio Padrão dos Retornos $\sigma(RM)$	$\frac{\sigma(RM)^b}{(RM)}$	Retorno Médio (RM)	Desvio Padrão dos Retornos $\sigma(RM)$	$\frac{\sigma(RM)}{(RM)}$
ABN-Brazil Investment Fund S/A	13 ^o	5 ^o	1 ^o	11 ^o	5 ^o	2 ^o
América do Sul S/A	6 ^o	3 ^o	8 ^o	3 ^o	6 ^o	9 ^o
BCN Barclays S/A	2 ^o	4 ^o	10 ^o	2 ^o	2 ^o	6 ^o
Brasilinter S/A	3 ^o	13 ^o	13 ^o	4 ^o	12 ^o	10 ^o
Brasilvest S/A	1 ^o	12 ^o	12 ^o	1 ^o	7 ^o	11 ^o
Brazilian Investments S/A	4 ^o	13 ^o	11 ^o	6 ^o	8 ^o	8 ^o
Brazilian Selected Securities S/A	12 ^o	9 ^o	2 ^o	13 ^o	10 ^o	13 ^o
Citi-Crefisul-Alfa S/A	9 ^o	11 ^o	7 ^o	10 ^o	13 ^o	7 ^o
Finasa Brasil S/A	7 ^o	1 ^o	5 ^o	7 ^o	1 ^o	3 ^o
Investbrazil S/A	13 ^o	7 ^o	13 ^o	14 ^o	9 ^o	12 ^o
Real Trust S/A	8 ^o	10 ^o	6 ^o	9 ^o	14 ^o	7 ^o
Robrasco S/A	10 ^o	2 ^o	3 ^o	12 ^o	3 ^o	1 ^o
Silvest S/A	5 ^o	6 ^o	9 ^o	5 ^o	4 ^o	5 ^o
The Brazil Fund S/A	11 ^o	8 ^o	4 ^o	8 ^o	11 ^o	4 ^o
United Brazilian Funds S/A	—	—	—	—	—	—

Notas:

^a Os parâmetros e relações foram calculados sobre séries de retorno de igual densidade, cobrindo as observações de 06.1977 a 03.1978.

^b $\sigma(RM)$ = desvio padrão dos retornos.

Fonte: Mapas demonstrativos das posições de carteiras das sociedades de investimento — D.L. 1.401.

A utilização dos retornos nominais e reais, considerando séries de iguais densidades de freqüência, não introduziu melhora substancial nos parâmetros calculados, e que nos leva a reafirmar as observações quanto à existência de risco diversificável nas carteiras das sociedades de investimento, e quanto à não existência de apreciável correlação entre níveis de risco e retornos. O coeficiente de correlação para os retornos e riscos relativos às séries nominais foi de -0,37 e para a série real foi de 0,16, ambos inferiores ao coeficiente para as séries completas de retornos reais.

uma carteira eficiente (carteira de mercado) de igual risco. Este indicador teria a seguinte configuração:

$$I_s = \frac{R_c - R_m}{\sigma(R_m)}$$

onde I_s é o indicador de seletividade, R_c o retorno da carteira, R_m retorno da carteira de mercado e $\sigma(R_m)$ seu risco (desvio padrão dos retornos da carteira de mercado). Tal indicador que apresenta a *performance* absolu-

ta: $R_c - R_m$, por unidade de risco, pretende evidenciar a existência de risco não sistemático carregado pela carteira R_c , uma vez que a carteira de mercado, por definição, não teria este tipo de risco.

Para esta avaliação, aplicada ao desempenho das carteiras das sociedades de investimento e, supondo existir risco diversificável em suas posições — como nos foi dado inferir (mesmo que de forma fraca) da análise das Tabelas 5 e 6 — utilizamos uma variação do indicador de seletividade em que são comparadas as razões recompensa absoluta/variação das diversas carteiras.

O risco e o retorno do mercado foram estimados sobre as séries dos índices IBV e IPBV da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, do BOVESPA médio e de fechamento, da Bolsa de Valores de São Paulo e de um índice composto de todos os títulos que participaram das carteiras das sociedades de investimento em cada trimestre.¹⁰ Tal índice é composto de 74 títulos, em média, e foi obtido pela expressão:

$$I_{ct} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n RTA_{it}$$

onde I_{ct} = taxa de retorno da carteira no período t ; RTA_{it} = taxa de retorno no título i no período t ; e N = número de títulos considerados em cada t . Tais retornos podem ser cotejados com o exame da Tabela 7, a seguir:

TABELA 7 — Taxas de Retornos Trimestrais dos Índices de Mercado (Rentabilidades Reais em Final de Período)

(em %)

Período	Índice das Carteiras = I_c	IPBV	BOVESPA F^a	BOVESPA M^a	IBV	LTN ^b
Dez./75	2,6	- 5,1	6,6	-10,8	- 5,3	-0,2
Mar./76	0,5	13,5	-14,4	4,6	-15,5	-1,0
Jun./76	6,9	7,0	11,5	10,0	11,9	0,3
Set./76	0,0	-16,0	-10,2	- 5,5	- 8,8	0,2
Dez./76	2,4	4,7	2,3	7,8	2,2	1,5
Mar./77	-1,3	5,8	4,1	3,4	2,3	-1,1
Jun./77	4,7	0,3	- 2,7	- 5,6	- 3,6	0,8
Set./77	-3,7	5,2	7,8	12,6	10,4	1,5
Dez./77	-0,1	4,0	1,5	- 1,9	2,1	1,6
Mar./78	2,7	6,4	- 4,7	4,0	- 4,5	-0,6

Notas:

^a F = fechamento e M = médio.

^b As rentabilidades de LTN referem-se às taxas de financiamento (média mensal) para títulos de 91 dias.

Fontes: ANDIMA, Relatórios anuais e Informes Técnicos das Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e de São Paulo.

¹⁰ Este índice foi tomado de [11, p. 143].

¹¹ Dadas as características do mercado brasileiro de ações, tanto em relação à concentração dos negócios quanto à estreiteza de seu movimento, é de se esperar que um índice deste mercado carregue um nível de risco muito elevado, devido à pouca eficácia da diversificação. Veja [13] e [5].

Uma análise destes índices nos mostra que a utilização do IBV ou do BOVESPA de fechamento não representa ganho de informação, dado que são altamente correlacionados. Já os índices das carteiras das sociedades de investimento, os de preços da BVRJ e o IBV são quase totalmente independentes, sendo que o primeiro chegando a ser inversamente correlacionado com o BOVESPA médio e com o índice de rentabilidade das LTN.

TABELA 8 — Coeficientes de Correlação Entre os Retornos Reais dos Índices de Mercado

Índices	IC	IPBV	BOVESPA F^*	BOVESPA M^*	IBV	LTN
IC	—					
IPBV	0,03					
BOVESPA F^*	0,08	0,28				
BOVESPA M^*	-0,15	0,66	0,58	—		
IBV	0,03	0,20	0,99	0,59	—	
LTN	-0,07	-0,13	0,46	0,15	0,52	—

* F = fechamento e M = médio.

Fontes: ANDIMA, Relatórios anuais e Informes Técnicos das Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e de São Paulo.

O fato de o IPBV ser fracamente correlacionado com os índices BOVESPA de fechamento e IBV representa o abrandamento dos efeitos dos elevados pesos que as empresas estatais — principalmente Petrobrás, Banco do Brasil, Vale do Rio Doce e Acesita — têm na determinação da evolução destes índices, uma vez que são ponderados por suas quantidades negociadas.

No entanto, o fato de o índice das carteiras das sociedades de investimento não ser significativamente correlacionado com os demais índices de mercado sugere a existência de um subconjunto de ações, basicamente de empresas de controle privado nacional, que se apresentam com melhor rentabilidade em quase todo o período considerado nesta análise. A carteira composta por todas as ações que participam das carteiras das sociedades de investimento constitui uma posição defensiva em relação às posições em títulos de empresas estatais, cuja participação nas carteiras das sociedades de investimento foi bastante reduzida.

Se pela análise das políticas de diversificação e dos resultados nos foi possível inferir certa ineficiência na gestão dos fundos captados no exterior, a comparação dos índices de mercado nos aponta que, mesmo carregando risco diversificável, as posições das sociedades de investimento foram mantidas acima da média do mercado, tomada pelo desempenho do IBV.¹¹

Como as sociedades de investimento — D.L. 1.401 — estão restringidas a aplicações no mercado de ações e debêntures e em LTN, tomamos os retornos neste título como uma *proxy* da taxa de mercado para empréstimos. No entanto, a série de retornos para as LTN, considerando as taxas de financiamento levantadas por Haddad e Lemgruber [7], se apresentaram bastante compensadoras, conforme se pode observar dos resultados dos fundos: Citi-Crefi-sul-Alfa e Real Trust que mantiveram posições nestes títulos durante todo o período considerado. Pela classificação da Tabela 5, tais fundos ocuparam, respectivamente, o 6.^o e o 5.^o lugares em retorno, e o 6.^o e 7.^o lugares em variabilidade.

Esta observação resulta bastante diferente se tomarmos o período de maior densidade de frequência para comparações. Quanto às rentabilidades nominais e reais, os resultados dos fundos com posições exclusivas em LTN se classificaram entre a 8.^a e 10.^a posições quanto ao retorno, e entre a 10.^a e a 14.^a quanto ao desvio. Cumpre observar que as duas sociedades de investimento citadas anteriormente tiveram a mesma classificação pelo parâmetro variabilidade em todas as comparações realizadas (7.^a colocação).

A inclusão de um índice de seletividade tomando os retornos reais e desvio padrão dos retornos das LTN permite avaliar o desempenho das sociedades de investimento frente ao risco assumido em suas posições de carteira.

No entanto, devemos salientar que esta avaliação é uma aproximação da relação recompensa/variabilidade conforme definida por Sharpe [11], Sharpe e Brito [12], e Brito [4], onde o retorno excessivo é obtido, comparando um título ou carteira de ativos de risco com o retorno em uma alternativa virtualmente sem risco.

Dadas as características institucionais de nosso mercado, nos deparamos com a inexistência de um título que seja "virtualmente sem risco". Ora, os títulos chamados de "renda fixa", tanto da dívida pública quanto da dívida privada, apresentam retornos reais variáveis. Isto decorre, por um lado, para aqueles que têm correção monetária posfixada (de acordo com os índices oficiais), pelo fato desses índices e da correção de seus valores serem sistematicamente inferiores aos índices de preços oficiais, exceto para uma inflação da ordem de 15%, e isto ocorreu a partir de agosto de 1976.¹² Desta forma os retornos de qualquer título indexado estarão sujeitos a variações que representarão a diferença entre a inflação do período e o índice adotado para corrigi-la. De qualquer forma, pesa ainda sobre as modalidades de retorno a diferença entre o índice da correção e os índices da inflação do período. E, para ambos, conforme

ressalta Brito [1] e [2], ainda pesa o fato de não considerar no índice de inflação com utilidade da cesta de bens em termos constantes (risco do índice da inflação).

Assim sendo, a utilização dos retornos em LTN não nos autoriza plenamente a trabalhar com um indicador de recompensa por risco, uma vez que, apesar de no modelo Sharpe¹³ ser admitido que o desvio dos retornos no título de renda fixa ($\sigma_{Rf} > 0$) seja estritamente positivo, requer, no entanto, que $COV(R_f, R_C) = 0$, condição não claramente assegurada, pelo fato de os R_C conterem parcela de retornos, em todas as observações, derivadas de R_f , (LTN).

A Tabela 9 apresenta os indicadores de seletividade para as sociedades de investimento, considerando todas as informações disponíveis. As comparações realizadas com os retornos e desvios das LTN, do Índice das Carteiras e do IBV foram compatibilizadas para séries de igual frequência. Assim, uma série de retornos de uma sociedade de investimento com sete observações foi comparada com sete observações coincidentes dos retornos nos índices de referência.

A comparação das relações recompensa/variabilidade das carteiras das sociedades de investimento com esta mesma relação calculada para uma carteira composta exclusivamente por LTN mostrou-nos que, dentre as 14 carteiras estudadas, duas mantiveram posições em LTN, resultando valores nulos dos indicadores, e oito se mostraram com desempenhos inferiores.

Em relação ao IBV, apenas a Sociedade Investbrazil S/A mostrou resultados inferiores ao da carteira deste índice para igual período de referência.

O que se desprende dessas duas primeiras observações é que as carteiras das sociedades de investimento, mesmo que carregando risco diversificável nacionalmente, se mostraram mais eficientes que a típica carteira de nosso mercado tomada pelo IBV e, por decorrência, pelo BOVESPA de fechamento.

Os indicadores de seletividade calculados em relação ao índice constituído das ações que participam das carteiras das sociedades de investimento mostraram, de forma mais nítida, a existência de risco diversificável, uma vez que 11 dentre as 14 sociedades apresentaram resultados negativos, e apenas três obtiveram relação retorno/risco superior à do Índice. Tais sociedades são a América do Sul, a Brasilinter e a Brasilvest. Estes resultados corroboram a existência de risco diversificável nas carteiras das sociedades de investimento, uma vez que o índice comparado refere-se a uma carteira teoricamente eficiente.

¹² Deve-se ainda ressaltar o efeito de defasagem de dois meses entre a inflação do período e os índices tomados em consideração para o cálculo da correção monetária. Sobre o tema pode-se consultar [8, pp. 37-43].

¹³ Este modelo é desenvolvido em [6, p. 59].

TABELA 9 – Indicadores de Seletividade das Aplicações das Sociedades de Investimento – D.L. 1.401

Sociedades de Investimento	$\frac{R_c}{\sigma_{R_c}} - \frac{R_{LTN}}{\sigma_{R_{LTN}}}$		$\frac{R_c}{\sigma_{R_c}} - \frac{R_{ic}}{\sigma_{R_{ic}}}$		$\frac{R}{\sigma_{R_c}} - \frac{R_{IBV}}{\sigma_{R_{IBV}}}$	
1 – ABN-Brazil Investment Fund S/A	-0,65		- 0,08		0,01	
2 – América do Sul S/A	0,27		0,08		0,66	
3 – BCN Barclays S/A	0,03		- 0,05		0,41	
4 – Brasilinter S/A	0,85		1,64		1,17	
5 – Brasilvest S/A	0,24		0,15		0,62	
6 – Brazilian Investments S/A	-0,05		- 0,24		0,33	
7 – Brazilian Selected Securities S/A	-0,19		- 0,28		0,18	
8 – Citi-Crefisul-Alfa S/A	0		- 0,19		0,39	
9 – Finasa Brasil S/A	-0,11		- 0,19		0,26	
10 – Investbrazil S/A	-0,83		- 0,55		-0,32	
11 – Real Trust S/A	0		- 0,08		0,37	
12 – Robrasco S/A	-0,29		- 0,48		0,10	
13 – Silvest S/A	-0,07		- 0,26		0,32	
14 – The Brazil Fund S/A	-0,23		- 0,31		0,14	
15 – United Brazilian Fund S/A						

Notas:

 R_c = Retorno da carteira dos fundos; σ_{R_c} = Desvio dos retornos das carteiras; R_{LTN} e $\sigma_{R_{LTN}}$ = Retorno e desvio das LTN, respectivamente; R_{ic} e $\sigma_{R_{ic}}$ = Retorno e desvio dos índices das carteiras, respectivamente; e R_{IBV} e $\sigma_{R_{IBV}}$ = Retorno e desvio do IBV, respectivamente.

Fonte: Tabelas 4 e 7.

TABELA 10 – Indicadores de Seletividade das Aplicações das Sociedades de Investimento – D.L. 1.401 (Para Séries de Iguais Densidades de Frequência)

Sociedades de Investimento	$\frac{R_c}{\sigma_{R_c}} - \frac{R_{LTN}}{\sigma_{R_{LTN}}}$		$\frac{R_c}{\sigma_{R_c}} - \frac{R_{ic}}{\sigma_{R_{ic}}}$		$\frac{R_c}{\sigma_{R_c}} - \frac{R_{IBV}}{\sigma_{R_{IBV}}}$	
	Retornos Reais	Retornos Nominais	Reais	Nominais	Reais	Nominais
	1 – ABN-Brazil Investment Fund S/A	-0,65	-0,38	-0,08	-0,18	0,01
2 – América do Sul S/A	0,63	0,09	1,20	0,29	1,29	0,41
3 – BCN Barclays S/A	-0,05	0,40	0,52	0,60	0,61	0,72
4 – Brasilinter S/A	0,70	4,91	1,28	5,11	1,36	5,23
5 – Brasilvest S/A	1,18	2,04	1,75	2,25	1,84	2,37
6 – Brazilian Investments S/A	0,03	1,55	0,61	1,76	0,69	1,88
7 – Brazilian Selected Securities S/A	-0,91	-0,35	-0,34	-0,14	-0,25	-0,02
8 – Citi-Crefisul-Alfa S/A	0	0	0,57	0,20	0,66	0,32
9 – Finasa Brasil S/A	-0,57	-0,16	-0,00	0,04	0,08	0,16
10 – Investbrazil S/A	-1,47	-0,74	-0,89	-0,54	-0,81	-0,42
11 – Real Trust S/A	0	0	0,57	0,20	0,66	0,32
12 – Robrasco S/A	-0,79	-0,28	-0,22	-0,08	-0,13	0,05
13 – Silvest S/A	-0,13	0,25	0,44	0,45	0,53	0,58
14 – The Brazil Fund S/A	-0,19	-0,25	0,37	-0,05	0,46	0,07
15 – United Brazilian Fund S/A	–	–	–	–	–	–

Notas:

 R_c = Retorno da carteira dos fundos; σ_{R_c} = Desvio dos retornos das carteiras; R_{LTN} e $\sigma_{R_{LTN}}$ = Retorno e desvio das LTN, respectivamente; R_{ic} e $\sigma_{R_{ic}}$ = Retorno e desvio dos índices das carteiras, respectivamente; R_{IBV} e $\sigma_{R_{IBV}}$ = Retorno e desvio do IBV, respectivamente.

Fonte: Tabelas 4 e 7.

A conformação desses resultados para as séries de retornos compatibilizadas em suas densidades de frequência e tomadas em termos reais e nominais mostrou, nas comparações com os retornos em LTN, iguais resultados em termos numéricos aos apresentados para as séries de retornos reais com frequência de dados diferentes. Em termos nominais, o número de sociedades de investimento com desempenho inferior ao apresentado por uma carteira composta só por LTN caiu para 6, havendo inclusive substituições de sociedades nestes resultados. As demais comparações, conquanto não coincidentes com as anteriores, mostram igualmente que a *performance* das sociedades de investimento se mantiveram acima do desempenho do mercado, aqui tomado pela carteira do IBV, confirmando, apesar de não tão redundantemente, a existência de risco diversificável pelo menor desempenho comparativamente à carteira que construímos com as ações participantes do conjunto das carteiras de todas as sociedades de investimento.

CONCLUSÕES

O mercado de ações brasileiro, tomado pelo conjunto de títulos integrantes das carteiras das sociedades de investimento, apresenta evidências de eficiência informacional da forma fraca para informações sobre retornos reais trimestrais.¹⁴ Das 132 ações que participaram, no período 1975-78, das carteiras das sociedades de investimento, apenas oito apresentaram-se auto-regressivas de 1.^a ordem e, significantes ao nível de 5% (Teste F), o que é compatível com um comportamento aleatório do mercado. Estas oito ações apresentaram R^2 compreendido no intervalo entre 0,30 e 0,80. As demais, fortemente concentradas no intervalo de 0,00 a 0,10, ou seja 88 ações.¹⁵

Por outro lado, o desempenho das carteiras ou, por recorrência, dos administradores dos fundos das sociedades de investimento, apesar de terem se defrontado com um mercado onde os movimentos de baixa foram bastante acentuados, e dadas as limitações de suas alternativas de aplicação, foi bastante satisfatório comparado com o desempenho das carteiras teóricas do IBV e BOVESPA de fechamento.

Estas evidências colocam em questão argumentos relativos à precariedade de informação do mercado brasileiro de ações e a competência das sociedades de investimento em administrar os recursos captados.

A não atratividade das ações das sociedades de investimento no mercado externo decorre, portanto, não prioritariamente do regime tributário e nem de prazos de maturação a que estão sujeitas, mas, presumivelmente, decorre da existência de alternativas mais convenientes, como por exemplo, da compra de ações de empresas com subsidiárias no país. No entanto, esta constatação não invalida a idéia de que a introdução de simplificações não seja desejável dentro do propósito de desenvolver o mercado, mesmo que estas só ocorram a longo prazo. Como a maioria das empresas com subsidiárias no país não tem suas ações negociadas no mercado nacional, qualquer tentativa de oferecer uma carteira eficiente aos investidores no exterior pode ser, aos olhos destes, pouco convincente. Outro fator que pesa na não competitividade das ações das sociedades de investimento nos mercados de títulos externos está relacionado à limitação em 50% das aplicações em empresas de controle privado nacional. Esta restrição não se mostrou, entretanto, relevante nas comparações realizadas, devido, basicamente, à política de desconcentração dos negócios de bolsa que vem sendo desenvolvida pelas autoridades governamentais.

Todavia, tanto pelo baixo volume dos títulos oferecidos, quanto pela elevada concentração, ou ainda pela inexistência de mercado para as ações das sociedades de investimento, é necessário um longo prazo para que as consequências do fortalecimento do mercado interno de títulos venham a tornar atraentes ao investidor estrangeiro os títulos secundários do mercado brasileiro.

As sociedades de investimento se lançaram ao mercado sem vantagens decorrentes de garantias de retornos e subsídios ao risco. Desta forma, o investimento direto e mesmo as operações de mercado monetário são alternativas menos sujeitas a risco que o investimento de carteira por dois motivos: ou por terem coobrigações de grandes

¹⁴ O teste de eficiência informacional da forma fraca foi desenvolvido através de análise de regressão de primeira ordem. Os retornos trimestrais da ação j no período t foram definidos pela expressão:

$$RTA_{j,t} = \alpha + \beta RTA_{j,t-1} + u$$

onde $RTA_{j,t}$ é o retorno da ação j no período t e $RTA_{j,t-1}$ o retorno da mesma ação um período antes, α e β são parâmetros da regressão e u o seu erro.

As oito regressões com R^2 significativos, superiores a 0,30, apresentaram valores de F_{α, ν_1, ν_2} elevados e significantes ao nível de $\alpha = 0,05$; $\beta = (n - 1)$ foi o valor encontrado para ν_1 e ν_2 .

Quanto aos resíduos da regressão u não foi possível aceitar a hipótese nula de existência de auto-correlação serial positiva, senão para seis regressões. Foi utilizado neste último teste a estatística DW com $k = 1$, $n = 10$ e nível de significância de 5%.

¹⁵ Os estudos de Contador sobre os investidores institucionais no Brasil também apontam a existência de evidências no sentido de o mercado de ações se comportar de forma eficiente, veja [6, p. 94].

bancos, privados ou estatais, ou por terem garantias de mercado, no caso dos investimentos diretos.

Desta forma, a médio prazo, o mercado das sociedades de investimento se desenvolveria, por exemplo, com a redefinição da política de investimentos diretos, onde se procuraria transferir suas vantagens para a aplicação de mercado.

As simplificações legais quanto ao regime tributário e prazos de retenção dos investimentos no país poderiam incentivar os atuais possuidores das ações a realizarem ganhos no mercado secundário, no caso, na Bolsa de Londres, pela negociação com estes papéis. Porém, como o nú-

mero de acionistas é muito reduzido e o volume de títulos é bastante insignificante para aquele mercado, resultados, em termos de afluxo de capitais, nas atuais circunstâncias, não são, necessariamente, esperáveis.

Para romper o processo de causação circular que se manifesta no mercado das sociedades de investimento, será necessário um esforço de criação de mercado cujo dispêndio é contraditório com os objetivos de sua institucionalização. Finalmente, cumpre ressaltar que ainda não existem elementos de convicção para se esperar respostas positivas dos investidores do exterior às mudanças das regras das sociedades de investimento dado, fundamentalmente, à sua recente criação.

APÊNDICE

TABELA 1 — Sociedades de Investimento — D.L. 1.401 — Principais Acionistas e Agentes de Subscrição

Dez./77

Sociedades de Investimento	Principais Acionistas*		Agente de Subscrição
	Nome	US\$ Milhões Correntes	
ABN Brazil Investment Fund S/A	Hollandsche Bank Unie N.V. Algemene Bank Nederland N.V.	0,01 0,15	Algemene Bank Nederland N.V.
América do Sul S/A	Commercial Pacific Trust Co. Ltd.	0,2	Commercial Pacific Trust Co. Ltd.
BCN Barclays S/A	Barclays Trust International	0,2	Barclays Bank Trust Co. Ltd.
BMG International Investment Fund S/A	Não captou no exterior	—	—
Brasilinter S/A	Socinter-Société Générale D'Epargne et de Placements Int	2,0	Société Générale
Brasilvest S/A	Morgan Guaranty Trust Co. of N.V. Bruxelas	3,7	Credit Suisse White Weld Ltd.
Brazilian Investments S/A	Morgan Guaranty Trust Co. of N.V.	11,6	James Capel and Co.
Brazilian Selected Securities S/A	Brascan Ltd. Toronto, Ontário, Canadá	0,75	Triarch Corporation Ltd.
Citi-Crefisul-Alfa S/A	Não captou no exterior	—	—
Finasa Brasil S/A	Jetson and Lincol-PCT-Philip Morris Inc. (EUA)	0,03	Drexel Burnham and Co. Inc.
	Bank Julius Baer and Co. Ltd. (Suíça)	0,01	
	Domar N.V. — C/Moret and Limperg Willemsted-Curaçao	0,05	
	Pierson Heldring and Pierson (Amsterdam-Holanda)	0,07	
	Drexel Burnham International Ltd. (Hamilton-Bermudas)	0,05	
Worldwide Special Portfolio N.V. (Willemsted-Curaçao)	0,45		
Investbrazil S/A	Não captou no exterior	—	—
Real Trust S/A	Não captou no exterior	—	—
Robrasco S/A	Rolinco N.V. Holanda	7,5	N.V.'s Granvenhaagsch Kantoor Mulie and Co.
	Robeco — Rotterdamsch — Neleggingsconsortium — Holanda	7,5	
Silvest S/A	Fiduinter S/A — Luxemburgo	0,3	Credit Lyonnais
The Brazil Fund S/A	European Overseas Issuing Co.	14,4	Vickers da Costa and Co. Bahamas Ltd.
United Brazilian Funds S/A	Não captou no exterior	—	—

* De acordo com os registros no Banco Central.

Fontes: Banco Central do Brasil, Sociedades de Investimento e Comissão de Valores Mobiliários.

TABELA 2 – Sociedades de Investimento – D.L. 1.401 – Volume de Recursos Captados no Exterior

(em Cr\$ milhões constantes)

Sociedades de Investimento	07/75*	09/75	12/75	03/76	06/76	09/76	12/76	03/77	06/77	09/77	12/77	03/78	Σ
ABN Brazil Investment Fund S/A									6,0				6,0
América do Sul S/A										7/77			4,1
BCN Barclays S/A						7/76				4,1			3,8
Brasilinter S/A						3,8							3,8
Brasilvest S/A				2/76		8/76				7/77		1/78	35,3
Brazilian Investments S/A				41,7		26,5				35,3			159,4
Brazilian Selected Securities S/A	7/75												234,5
Citi-Crefisul-Alfa S/A	234,5												234,5
Finasa Brasil S/A				1/76									13,2
Investbrazil S/A				13,4									13,2
Real Trust S/A													—
Robrasco S/A	7/75			1/76		7/76							295,7
Silvest S/A	121,6	49,4		38,8		55,9							295,7
The Brazil Fund S/A				1/76									4,96
United Brazilian Funds S/A				4,96									4,96
Σ			219,9							7/77			274,6
	386,1	49,4	219,9	98,86		86,2			6,0	94,1	13,2	91,2	1.044,96

* A data sobre os valores refere-se a efetiva entrada dos recursos no país.
Fonte: Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários.

54

Rbmecc 16/80

TABELA 3 – Sociedades de Investimento – D.L. 1.401 – Aplicações em Realizável + Caixa + Bancos C/Movimento – Exigível (Créditos)

(em Cr\$ milhões correntes)

Sociedades de Investimento	09/75	12/75	03/76	06/76	09/76	12/76	03/77	06/77	09/77	12/78	06/78
ABN Brazil Investment Fund S/A								0,01	0,01	0,01	(0,01)
América do Sul S/A		0,01	0,02	0,03	0,02	0,05	0,05	0,04	0,05	0,15	0,02
BCN Barclays S/A		4,45	0,04	0,02	(0,03)	0,01	0,02	0,02	(0,17)	*	(0,11)
Brasilinter S/A									11,77	(0,20)	0,17
Brasilvest S/A		4,45	6,21	5,63	19,65	20,07	1,64	0,47	(0,24)	(0,37)	*
Brazilian Investments S/A	123,90	59,44	1,40	(0,54)	0,81	2,58	7,09	11,92	12,03	13,59	8,40
Brazilian Selected Securities S/A			(0,01)	(0,03)	0,02	1,31	*	0,01	0,23	(0,77)	(0,15)
Citi-Crefisul-Alfa S/A	0,02	*	(0,01)	0,02	0,04	0,02	*	*	0,02	*	*
Finasa Brasil S/A		(0,05)	3,78	2,39	(0,30)	(0,17)	(0,13)	0,05	(0,12)	(0,08)	(0,35)
Investbrazil S/A					0,16	0,10	0,03	0,05	(0,03)	0,03	(0,01)
Real Trust S/A		0,15	*	(0,02)	0,03	0,02	0,05	0,03	0,02	*	(0,04)
Robrasco S/A	30,62	3,34	17,78	16,87	35,56	3,35	(2,18)	0,74	(3,89)	(2,19)	(0,25)
Silvest S/A	(0,18)	0,06	0,04	0,03	0,19	0,05	0,25	0,17	0,22	0,40	0,54
The Brazil Fund S/A			106,86	(9,07)	(3,25)	(4,32)	(2,21)	(2,86)	(3,78)	(3,07)	0,73
The Itaú Brazilian Fund S/A		0,06	0,02	*	*	0,02	*	*	0,02	0,01	0,01
United Brazilian Funds S/A											0,09
Σ	154,36	71,91	136,13	15,33	52,9	23,09	4,61	10,65	16,14	7,55	8,64

*Valor tendendo a zero.

Fonte: Balanços das Sociedades de Investimento.

TABELA 4 – Sociedades de Investimento – D.L. 1.401 – Posições de Carteira em LTN

(em %)

Sociedades de Investimento	09/75	12/75	03/76	06/76	09/76	12/76	03/77	06/77	09/77	12/77	03/78
ABN Brazil Investment Fund S/A	a	a	a	a	a	a	a	45,24	39,78	37,72	35,07
América do Sul S/A	a	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	32,25	10,58	4,59
BCN Barclays S/A	a	100,00	100,00	100,00	b	b	b	4,10	b	b	2,97
Brasilinter S/A	a	a	a	a	a	a	a	a	23,23	15,61	9,94
Brasilvest S/A	a	a	37,16	30,53	26,48	19,91	33,58	11,56	14,20	11,05	7,54
Brazilian Investments S/A	1,92	2,45	b	14,14	7,49	7,39	14,46	7,51	10,39	9,27	12,49
Brazilian Selected Securities S/A	a	a	100,00	31,74	28,51	33,76	21,73	5,18	9,99	65,37	3,47
Citi-Crefisul-Alfa S/A	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Finasa Brasil S/A	a	a	6,19	10,22	28,35	25,47	24,08	25,84	22,73	21,77	22,24
Investbrazil S/A	a	a	a	a	48,54	45,81	43,41	45,73	43,18	39,42	36,29
Real Trust S/A	a	a	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Robrasco S/A	2,38	0,24	1,19	1,66	2,53	12,96	17,28	20,37	16,07	11,82	10,88
Silvest S/A	47,44	77,06	29,60	3,33	21,37	6,94	8,63	16,02	4,51	3,55	11,89
The Brazil Fund S/A	a	a	b	16,72	9,79	9,53	8,27	6,36	11,67	15,94	9,06
United Brazilian Funds S/A									a	a	5,69

Notas:

^a Informação inexistente.^b Posição nula.

Fonte: Mapas Demonstrativos das Posições de Carteiras: Sociedades de Investimento D.L. 1.401.

TABELA 5 – Sociedades de Investimento – D.L. 1.401 – Valor da Carteira de Títulos, em Final de Período a Preços de Mercado (Ações e Debêntures)

(em Cr\$ milhões constantes)

Sociedades de Investimento	09/75	12/75	03/76	06/76	09/76	12/76	03/77	06/77	09/77	12/77	03/78
ABN Brazil Investment Fund S/A								2,7	2,8	2,6	3,0
América do Sul S/A		4,7	4,6	4,4	4,2	4,1	4,1	4,0	4,6	4,8	5,9
BCN Barclays S/A			4,0	3,8	3,4	3,2	3,1	3,1	3,7	3,6	4,1
Brasilinter S/A									24,3	38,9	42,7
Brasilvest S/A			35,6	39,5	44,0	44,7	66,8	67,3	74,8	77,8	167,2
Brazilian Investments S/A	109,4	148,3	212,9	230,7	193,1	184,5	189,1	175,1	193,5	204,3	235,3
Brazilian Selected Securities S/A			4,0	4,4	3,6	3,8	4,0	3,7	4,0	13,9	15,2
Citi-Crefisul-Alfa S/A	4,8	4,7	4,4	4,2	4,1	4,1	4,0	3,8	4,0	3,9	3,8
Finasa Brasil S/A			9,6	12,3	13,5	12,6	13,5	12,2	13,0	13,4	15,2
Investbrazil S/A					2,9	3,0	3,1	2,9	3,1	3,0	3,3
Real Trust S/A			4,2	4,0	3,7	3,8	3,7	3,6	3,7	3,7	3,7
Robrasco S/A	170,7	175,2	221,7	242,5	239,3	246,4	256,7	230,7	244,9	240,7	259,3
Silvest S/A	5,0	4,0	4,8	5,1	4,1	4,4	4,4	4,0	4,6	4,6	5,2
The Brazil Fund S/A			114,5	240,8	193,5	186,8	183,4	172,7	242,7	244,4	268,6
United Brazilian Funds S/A											2,7
Σ	289,9	336,9	620,3	791,7	709,4	701,4	735,9	685,8	823,5	859,6	1.035,2

Fonte: Mapas Demonstrativos da Posição de Carteiras – Sociedades de Investimento – D.L. 1.401.

TABELA 6 – Sociedades de Investimento – D.L. 1.401 – Aplicações Segundo a Procedência do Controle das Empresas

		(em %)										
Sociedades de Investimento	Controle	09/75	12/75	03/76	06/76	09/76	12/76	03/77	06/77	09/77	12/77	03/78
ABN Brazil Investment Fund S/A	Priv. Nac.								84	82	84	82
	Estatal								10	12	11	11
	Estrangeiro								6	6	5	7
América do Sul S/A	Priv. Nac.									58	67	75
	Estatal									16	9	6
	Estrangeiro									26	24	20
BCN Barclays S/A	Priv. Nac.					70	75	71	77	76	78	78
	Estatal					18	14	10	6	16	13	14
	Estrangeiro					12	11	19	18	9	9	9
Brasilinter S/A	Priv. Nac.									43	56	62
	Estatal									14	7	7
	Estrangeiro									43	37	32
Brasilvest S/A	Priv. Nac.			76	75	69	77	65	66	60	59	71
	Estatal			12	11	9	3	1	3	9	5	4
	Estrangeiro			12	14	22	21	35	31	31	36	25
Brazilian Investments S/A	Priv. Nac.	60	62	61	63	64	65	63	73	74	80	80
	Estatal	19	20	19	15	14	14	9	8	9	4	5
	Estrangeiro	21	18	20	22	22	21	22	13	17	16	15
Brazilian Selected Securities S/A	Priv. Nac.				75	73	87	71	79	85	81	73
	Estatal				11	15	1	12	9	2	9	7
	Estrangeiro				14	12	12	17	12	13	10	20
Finasa Brasil S/A	Priv. Nac.			65	69	72	72	72	72	77	77	73
	Estatal			12	10	8	8	6	5	6	5	4
	Estrangeiro			23	21	20	20	22	23	17	18	17
Investbrazil S/A	Priv. Nac.					100	100	100	100	100	100	100
	Estatal					0	0	0	0	0	0	0
	Estrangeiro					0	0	0	0	0	0	0
Robrasco S/A	Priv. Nac.	66	71	70	70	70	72	73	67	66	65	66
	Estatal	13	10	10	10	11	9	5	5	8	6	7
	Estrangeiro	21	19	20	20	19	19	22	28	26	29	27
Silvest S/A	Priv. Nac.	54	33	76	64	74	71	66	69	81	87	82
	Estatal	28	58	20	11	70	12	14	6	8	9	7
	Estrangeiro	18	9	4	25	16	17	20	25	11	4	11
The Brazil Fund S/A	Priv. Nac.			68	79	80	79	77	77	75	78	82
	Estatal			10	6	5	3	3	12	2	1	2
	Estrangeiro			22	15	15	18	20	21	23	20	16
United Brazilian Funds S/A	Priv. Nac.											75
	Estatal											8
	Estrangeiro											17

Fonte: Mapas Demonstrativos da Posição de Carteira – Sociedades de Investimento – D.L. 1.401.

TABELA 7 – Sociedades de Investimento – D.L. 1.401 – Coeficientes de Correlação das Rentabilidades Reais das Carteiras

Sociedades de Investimento	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1 – ABN Brazil Investment Fund S/A															
2 – América do Sul S/A	60														
3 – BCN Barclays S/A	42	35													
4 – Brasilinter S/A	72	92	47												
5 – Brasilvest S/A	-3	13	80	14											
6 – Brazilian Investments S/A	5	14	67	14	94										
7 – Brazilian Selected Securities S/A	2	-1	77	4	94	91									
8 – Citi-Crefisul-Alfa S/A	59	77	16	60	1	15	-4								
9 – Finasa Brasil S/A	47	19	80	32	76	83	78	27							
10 – Investbrazil S/A	37	17	67	18	60	58	74	32	67						
11 – Real Trust S/A	59	76	15	60	00	14	-4	100	27	33					
12 – Robrasco S/A	36	16	85	25	84	85	86	25	96	80	24				
13 – Silvest S/A	20	33	72	30	87	91	83	21	75	46	19	73			
14 – The Brazil Fund S/A	17	19	88	21	95	89	94	15	86	77	15	94	83		
15 – United Brazilian Funds S/A	64	-11	10	3	-18	-1	-2	31	45	33	32	35	-11	5	-

Fonte: Dados da Tabela 4 do texto.

TABELA 8 – Sociedades de Investimento – D.L. 1.401 – Matriz Variância* – Covariância dos Retornos Reais das Carteiras

Sociedades de Investimento	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1 – ABN Brazil Investment Fund S/A	25														
2 – América do Sul S/A	22	53													
3 – BCN Barclays S/A	37	46	319												
4 – Brasilinter S/A	14	27	33	16											
5 – Brasilvest S/A	-03	15	227	09	250										
6 – Brazilian Investments S/A	04	15	176	08	216	214									
7 – Brazilian Selected Securities S/A	01	-01	138	02	148	133	100								
8 – Citi-Crefisul-Alfa S/A	10	18	09	08	01	08	-01	11							
9 – Finasa Brasil S/A	38	23	234	21	197	198	128	14	266						
10 – Investbrazil S/A	14	09	88	05	70	62	54	08	80	54					
11 – Real Trust S/A	10	18	09	08	00	07	-01	11	14	08	10				
12 – Robrasco S/A	30	20	254	17	223	209	144	13	262	99	13	281			
13 – Silvest S/A	15	36	192	18	207	200	124	10	183	51	09	183	226		
14 – The Brazil Fund S/A	12	20	228	12	219	191	136	07	205	83	07	230	131	213	
15 – United Brazilian Funds S/A	09	-02	05	00	-08	-01	00	03	20	07	03	16	-04	02	03

* As séries da Tabela 4, do texto, foram tomadas com 10 observações, sendo nulas as inexistentes.

Fonte: Tabela 4, do texto.

BIBLIOGRAFIA

- 1 BRITO, Ney O. *Eficiência informacional fraca de mercados de capitais sob condições de inflação*. Rio de Janeiro, UFRJ/COPPEAD, 1977. 40 p. (Relatório técnico, 1)
- 2 ——. *The efficiency of inflation expectations in treasury bill markets: the Brazilian evidence*. Rio de Janeiro, UFRJ/COPPEAD, 1978. 23 p. (Relatório de pesquisa, 7)
- 3 ——. *Mercados acionários: sua relevância e risco*. Rio de Janeiro, UFRJ/COPPEAD, 1977. 11 p. (Relatório técnico, 1)
- 4 ——. *Títulos ocupacionais, fronteiras eficientes e equilíbrio no mercado de capitais*. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 2, n. 4, pp. 105-24, jan./abr. 1976.
- 5 BRITO, Ney O. & TOURIEL, Hélio. *A estrutura empresarial brasileira e a atuação do BNDE no mercado de capitais*. Rio de Janeiro, UFRJ/COPPEAD, 1979. 47 p. (Relatório de pesquisa, 12)
- 6 CONTADOR, Claudio Roberto. *Os investidores institucionais no Brasil*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1975. 174 p.
- 7 HADDAD, Cláudio L. S. & LEMGRUBER, Antonio Carlos B. *Mercado aberto: simples "cadeia da felicidade"?* Rio de Janeiro, ANDIMA, 1978. Separata da *Revista da ANDIMA*, Rio de Janeiro, ANDIMA, n. 29, p. 3-12, nov. 1978.
- 8 NESS, JR., Walter Lee. *A influência da correção monetária no sistema financeiro*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1977. 205 p. (Estudos especiais, 5)
- 9 ——. *A participação acionária local nas subsidiárias de empresas multinacionais: o caso brasileiro*. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 1, n. 1, pp. 37-64, jan./abr. 1975.
- 10 ——. *Vantagens financeiras das empresas multinacionais*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1979. 219 p. (Relatório de estudos e pesquisas, 2)
- 11 SHARPE, William F. *Portfolio theory and capital markets*. New York, McGraw-Hill Book, c1970. 316 p. (McGraw-Hill series in finance)
- 12 SHARPE, William F. & BRITO, Ney O. *Mercados de capitais eficientes: preços em equilíbrio sob condições de risco*. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 1, n. 2, pp. 275-87, maio/ago. 1975.
- 13 SOLNIK, Bruno H. *Why not diversify internationally rather than domestically?* *Financial Analysts Journal*, New York, Financial Analysts Federation, v. 30, n. 4, pp. 48-54, July/Aug. 1974.

**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

Marketing Financeiro: Uma Classificação para Produtos Bancários

Sergio Proença Leitão *

Embora a preocupação em classificar produtos para fins mercadológicos tenha se iniciado em 1923, o mesmo não aconteceu com os produtos financeiros, uma vez que a própria abordagem de marketing para o setor é fenômeno recente. O presente artigo propõe uma primeira classificação para produtos bancários baseada no método da observação do comportamento do consumidor, o mesmo utilizado nas já conhecidas classificações para produtos de consumo de Melvin Copeland, Leo Aspinwall e Gordon Miracle. Apresenta também as características mais significativas nas relações do consumidor com o produto bancário na compra e uso do produto, apontando as estratégias mais adequadas quanto à promoção e à distribuição daqueles produtos.

Although the classification of products for marketing purposes began in 1923, the classification of financial products, on the other hand, has only taken place recently, with the emergence of marketing alternatives for the financial sector. This paper presents a pioneering classification for bank products based on the method of observing consumer behaviour — similar to that already used by Melvin Copeland, Leo Aspinwall and Gordon Miracle for consumer products. It also shows the most relevant characteristics of relationships between consumers and banks in respect to the purchase and use of products, pointing out the most adequate policies for the promotion and distribution of such products.

ANTECEDENTES

Em comparação com os produtos de consumo e industriais, os produtos financeiros foram os últimos a receber tratamento mercadológico. As instituições financeiras, especialmente os bancos comerciais, tenderam sempre a uma posição tradicionalista, expressa por uma abordagem eminentemente de produto onde os aspectos técnicos da apresentação dos produtos e serviços bancários, ou detalhes como o cálculo das taxas, constituíram a principal preocu-

pação. O fato de o cliente estar ou não interessado neste tipo de detalhe ficaria para segundo plano, já que a orientação dominante era no sentido de "fazer sair o produto" da melhor forma possível.

É muito provável que, ao lado desse conservadorismo do empresário financeiro, as restrições inerentes ao mercado e ao produto tenham também retardado as práticas de *marketing* no setor. O produto financeiro, seja ele um ativo ou um passivo, está sujeito à severa regulamentação do Estado que, inclusive, restringe fortemente o preço — ele-

* Economista e Mestre em Administração de Empresas pela PUC-RJ, é atualmente Professor e Diretor do Departamento de Administração daquela Universidade, onde leciona as disciplinas Administração de Vendas I e II e Mercado Financeiro.

mento importante do composto mercadológico¹ — além de dificultar o lançamento de novos produtos. A dualidade das relações instituição financeira/mercado (captação e aplicação de recursos), a falta de proteção à inovação que impede a diferenciação do produto de maneira durável, a influência constante da política governamental ou mesmo a forte noção de risco envolvida na manipulação do dinheiro são outros obstáculos às práticas mercadológicas. Além disso, há que se considerar a própria natureza de "serviço" dos produtos financeiros. Sua intangibilidade dificulta não só a promoção — por não serem passíveis de demonstração e ilustração através de propaganda e não se ajustarem à distribuição de amostras —, como também o controle de desempenho, dado o caráter indeterminado das relações comprador/vendedor. O produto financeiro, por outro lado, não pode ser produzido em massa nem estocado e é, como os serviços em geral, inseparável da pessoa do vendedor, sendo geralmente produzido e vendido simultaneamente. Tais restrições limitam a aplicação de programas de *marketing* integrado e o aumento da eficiência das instituições bancárias.

Por um motivo ou por outro, o *marketing* bancário constitui área relativamente nova² e de tecnologia adaptada ao *marketing* de produtos de consumo, embora as peculiaridades do produto financeiro imponham certa criatividade.

São as restrições ao preço e ao produto que justificam a concentração dos investimentos de *marketing* em propaganda, os quais alcançam 75% a 80% do total do investimento efetuado, segundo levantamento da Bank Marketing Association em 1.644 bancos americanos com volumes de depósitos compreendidos entre US\$ 5 milhões e acima de US\$ 1 bilhão no ano de 1976. O quadro é muito semelhante no Brasil onde o *marketing* bancário constitui quase sempre sinônimo de propaganda e publicidade.

Nas últimas duas décadas, no entanto, têm sido desenvolvido esforços no sentido de integrar os desejos do consumidor bancário como pré-requisito da política de produto, iniciando-se práticas de segmentação de mercado, tanto nos Estados Unidos como entre os bancos europeus. Abordagens dessa natureza possibilitaram o deslocamento da visão puramente técnica do produto para a visão das necessidades do cliente e geraram diferenciações de produto com os cheques especiais e novas formas de distribuição com os caixas automáticos.

No sistema financeiro brasileiro, ainda jovem do ponto de vista operacional ou mesmo institucional,³ a tendência é acompanhar as práticas dos países industrializados, embora com alguma defasagem, especialmente nos mercados de capitais e monetários — segmentos mais novos e menos experientes de nosso sistema financeiro.

Na área das ações, as práticas de *marketing* ainda são desconhecidas, constituindo campo novo para muitos executivos. No entanto, o acirramento da concorrência está levando também os bancos brasileiros a buscarem uma ação mercadológica. Da estratégia simplista do sorriso e da cordialidade dos caixas para agradar à clientela, alguns bancos já caminham no sentido de analisar as necessidades financeiras dos clientes e as inovações e adaptações adequadas de produtos, a fim de atenderem tais necessidades.

Tal tendência incentiva o desenvolvimento de sistemas de classificação de produtos financeiros que tornem mais evidentes as implicações com o composto mercadológico, oferecendo orientação básica para a prática de estratégias mais efetivas. A classificação de produtos financeiros é, todavia, uma área praticamente inexplorada, como se constata no exame dos textos básicos de *marketing* bancário e artigos que, quando fazem referência ao tema, citam as classificações para bens de consumo mais conhecidas, estabelecendo alguns paralelos superficiais ou discutindo conceitos clássicos como o do ciclo de vida do produto.

A VIABILIDADE DE UMA CLASSIFICAÇÃO

Nenhuma tentativa foi feita para classificar produtos financeiros a partir do comportamento do consumidor bancário — método gerador de três conhecidas classificações para produtos de consumo: a da American Marketing Association, a de Leo Aspinwall e a de Gordon Miracle. No entanto, este método pode ser usado também para classificar produtos financeiros. Independentemente da natureza diversa desses produtos, da importância atribuída à segurança ou à instituição vendedora, as formas de relacionamento cliente/produto apresentam certa universalidade, na medida em que o cliente bancário também se preocupa em estabelecer comparações ou pode preferir atitudes de conveniência na ocasião de utilizar um produto do banco.

¹ A concorrência baseada em preço tem papel limitado no mercado bancário devido à tendência de o mesmo responder imediatamente às alterações de preço, uma vez que o número de instituições é reduzido e os produtos são relativamente padronizados.

² O aparecimento do *marketing* de produtos de consumo ocorreu na década de 30 e o de produtos industriais nos anos 50, enquanto que o *marketing* bancário começou a ser praticado na década de 60.

³ O sistema financeiro nacional foi reformulado em dezembro de 1964 pela Lei n.º 4.595 e o mercado de capitais institucionalizado pela Lei n.º 4.728 de julho de 1965. O sistema financeiro da habitação foi criado pela Lei 4.380 em 1964. Essas leis criaram e reformularam instituições e ativos financeiros, possibilitando a emergência de mercados inexistentes ou desenvolvendo, do ponto de vista institucional, outros já existentes.

Uma importante diferença encontra-se na dominância do comportamento racional do consumidor bancário, eliminando a compra por impulso, pelo menos de forma significativa. A constante presença da racionalidade, associada ao frágil conhecimento do produto, justifica a presença da comparação de marca na maioria das situações de compra e estabelece uma ligação entre o produto e a sua marca mais íntima do que no caso dos produtos de consumo. A classificação de produtos financeiros registra assim algumas expressivas diferenças que repercutem principalmente nas relações com o composto mercadológico, onde o preço se apresenta como um dado do problema compra ao invés de elemento de estratégia e o produto encontra fortes limitações institucionais.

A classificação proposta neste artigo se baseia no método da observação do comportamento do consumidor, complementado pelas informações provenientes de algumas pesquisas de campo sobre ativos financeiros e da Teoria Econômica e Financeira, pretendendo apresentar ainda, em termos de tendências dominantes, as características mais significativas das relações consumidor/produto bancário na compra e uso do produto. Tais características apontam as implicações mais imediatas com as práticas relativas à promoção e à distribuição.

Esta classificação permite algumas conclusões não só quanto às formas de distribuição — intensivas x seletiva — mais adequadas a cada grupo de produtos, dentro de um sistema de canal direto de um só estágio, como é o caso do sistema de distribuição bancário, mas também quanto à promoção, onde a venda pessoal é aceita como a principal forma promocional dos produtos comparativos e especiais e a propaganda é considerada mais adequada aos produtos que admitem formas de comunicação mais sintéticas, como os produtos de conveniência, desempenhando nos demais produtos um papel complementar à venda pessoal.

A classificação de produtos bancários aqui apresentada não constitui, todavia, forma acabada. É, na realidade, uma primeira tentativa para identificar pontos comuns e agregados nos hábitos de compra e uso dos produtos bancários, apresentando algumas limitações. Além de considerar apenas as relações entre as características dos produtos e as práticas de distribuição e promoção, aborda somente o comportamento do cliente individual, não englobando o outro grande segmento do mercado bancário — o dos clientes institucionais. Devido à amplitude e profundidade de produtos existentes, optou-se por incluir na classificação 51 produtos de bancos comerciais privados pertencentes a conglomerados financeiros que, portanto, comercializam os produtos gerados por outras empresas do grupo.

Em que pese a tais limitações, a proposta de uma classificação de produtos bancários para clientes individuais, com base no comportamento do consumidor, parece reunir suficiente consistência para um início de discussão. Ela abran-

ge uma lista significativa de produtos, é sensível à personalidade própria dos produtos financeiros e permite algumas orientações básicas para a ação de *marketing*.

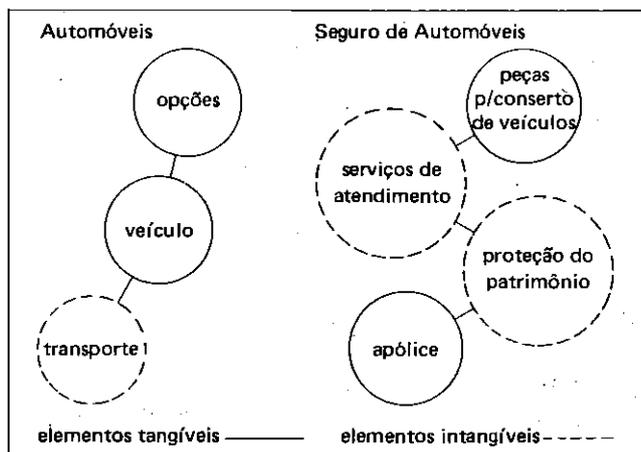
UMA DEFINIÇÃO DE PRODUTO FINANCEIRO

Os profissionais de *marketing* e a maioria dos autores convencionaram chamar de **produtos financeiros** ou **produtos bancários** a gama de serviços gerados por aquelas instituições financeiras. Mais do que uma simples convenção, isso pode denotar um tipo de tratamento mercadológico de quem se habituou a raciocinar em termos de mercadorias tangíveis, abstraindo substanciais diferenças inerentes àquela classe de serviços.

Estimulando a rejeição deste tipo de condicionamento, Shostack [5] observa que o antagonismo existente entre produtos e serviços pode ser rompido quando se visualizam as entidades existentes no mercado como combinações de elementos tangíveis e intangíveis, ligados entre si, como numa estrutura molecular. Sua diferenciação pode ser feita conforme a dominância de elementos tangíveis em seu composto (produtos) ou a dominância dos elementos intangíveis (serviços), admitindo que haja uma continuidade, de acordo com a importância do *mix* de elementos que compõem as entidades. Assim, um produto como o sal estaria num extremo da escala, enquanto uma aula escolar se situaria no extremo oposto.

Na Figura 1 é feita uma comparação entre um produto de consumo e um serviço financeiro, segundo a concepção de Shostack.

FIGURA 1 — Diagramas de Entidades do Mercado



Segundo essa concepção, quanto maior o número de elementos intangíveis numa entidade de mercado, maior a diferença no tratamento mercadológico, comparativamente a um produto onde os elementos tangíveis são plenamente dominantes: conceber um serviço abstrato e abordá-lo como se fosse uma entidade concreta constituiria uma atitude inadequada.

A dominância do abstrato torna os serviços mais dinâmicos e subjetivos, difíceis de quantificar (em que percentual um consumidor visualiza uma viagem de avião como conforto, medo ou aventura?) e mais difícil de identificar qual a "realidade" vivenciada por cada consumidor. O conhecimento de um serviço implica a obtenção de um consenso de "realidade" para os vários segmentos de mercado — o tipo dominante de necessidade a ser satisfeita —, já que podem variar para cada consumidor, mas tendo-se sempre em mente que o conceito de serviço subentende o de serviço ampliado,⁴ onde podem ser agregados aos elementos intangíveis as necessidades e desejos que seus usuários procuram satisfazer.

No caso dos serviços ou produtos financeiros, como se convencionou chamar, o grau de abstração existente em sua natureza, pela dominância dos elementos intangíveis, é elevado, o que torna mais complexo seu conhecimento, inclusive devido à pouca pesquisa existente.

Um ponto de partida para a abordagem dos produtos bancários, do ponto de vista do comportamento do cliente individual na compra, pode ser localizado na dualidade existente nesse mercado, que é ao mesmo tempo captador e ofertador de recursos. Em decorrência dessa característica, os produtos financeiros assumem funções ativas e passivas, seja para a instituição financeira, seja para o usuário, distinção útil na medida em que permite identificar diferentes posicionamentos no comportamento do usuário [2, pp. 32-38]. Sob a perspectiva deste, os produtos financeiros exercem uma função passiva como financiadores de ativos reais (empréstimos) e uma função ativa como geradores de renda (investimentos em títulos) ou de serviço⁵ como a guarda de valores, depósitos em dinheiro ou o pagamento de contas. Estas funções se diversificam conforme o usuário — seja uma empresa ou um consumidor individual —, mantendo-se a presente análise restrita a este último caso.

Os produtos financeiros podem, portanto, ter uma natureza ativa ou passiva de acordo com a função que desempenhem para o usuário, mas em ambos os casos se caracterizam pela dominância de elementos intangíveis em seu composto e satisfazem necessidades como a guarda ou transferência de valores, financiamento do consumo presente, aumento dos rendimentos monetários e outras necessidades de caráter predominantemente abstratas, de um modo geral denominadas necessidades financeiras. Conceitualmente, o produto financeiro pode ser identificado como: **Todo aquele que satisfaça necessidades de caráter financeiro do usuário e também da empresa financeira, contribuindo para sua lucratividade.**

CARACTERÍSTICAS MERCADOLÓGICAS DOS PRODUTOS BANCÁRIOS

Entende-se como característica a qualidade que distingue um produto bancário quanto ao seu relacionamento com os clientes a cujas necessidades este produto satisfaz. Uma característica qualifica o comportamento médio dos clientes bancários com relação a um produto e tem por base os atributos inerentes a esse produto. Ela define uma tendência dominante no comportamento do consumidor.

Dois requisitos podem ser considerados indispensáveis para a confiabilidade de uma característica:

- a) ser universal, isto é, aplicável a todos os produtos; e
- b) apresentar razoável estabilidade num horizonte de tempo dilatado.

Tendo esses fatores em vista foram selecionadas características para os produtos bancários, tomando-se por base subsídios fornecidos pela Teoria Econômica e pela pesquisa de campo, bem como a observação empírica do comportamento do cliente de produtos bancários.

A premissa básica assumida para explicar genericamente o comportamento desse tipo de consumidor é a busca constante, consciente ou inconsciente, da ação racional, ou seja, de que em suas decisões de compra e uso ele procura agir de forma mais planejada do que emocional. A emotividade é um fator irrelevante na explicação de seu comportamento. A própria natureza dos produtos financeiros, sua intangibilidade, sua dependência da pessoa do vendedor, o risco envolvido no manuseio do dinheiro e aplicação de poupanças justificariam a predominância dessa atitude.

Em decorrência da premissa da racionalidade dominante, pressupõe-se que no ato da compra o cliente bancário procura medir, mesmo que intuitivamente, até que ponto o custo (em termos de tempo, esforço físico, mental e dinheiro) é ou não superior aos benefícios recebidos. O fato de o cliente tentar estabelecer custos e benefícios na compra e uso do produto bancário é subjacente às características que melhor definem seu comportamento. Tais características serão listadas a seguir.

COMPARAÇÃO ENTRE PRODUTOS E MARCAS

É o confronto estabelecido pelo cliente entre produtos e/ou marcas, com base nos atributos retorno, liquidez,

⁴ O conceito de produto ampliado é desenvolvido em [3].

⁵ O termo "serviço" é aqui utilizado para identificar as atividades de apoio necessárias aos produtos bancários.

segurança, custo, prazo e imagem da instituição em sua decisão de compra.

Os atributos liquidez, retorno e segurança constituem os principais elementos de decisão do investidor nos ativos financeiros, comumente denominados produtos de investimento. Para passivos financeiros como os empréstimos pessoais, os atributos custo e prazo têm maior universalidade. Tais atributos são utilizados como meio para estabelecer comparações entre produtos substitutos de uma instituição financeira ou de instituições diferentes. Ao definir uma aplicação em letra de câmbio, o cliente estabelece sua posição relativa em termos de retorno, liquidez e segurança com substitutos como os certificados de depósitos bancários ou com letras de outras instituições (marcas). Na medida em que renda e idade são importantes fatores condicionantes na compra de ativos financeiros [4], um investidor jovem da alta classe média estará preocupado em avaliar principalmente os retornos de investimentos alternativos, enquanto um investidor de menor nível de renda se preocupará com a liquidez dos produtos disponíveis. Da mesma forma, um tomador de empréstimo defronta-se com alternativas ao comparar seus custos em diferentes instituições para o prazo requerido. Os atributos considerados podem variar conforme o produto, mas sempre servirão como parâmetros no processo de escolha.

O caráter predominantemente abstrato dos produtos financeiros, por outro lado, leva o cliente bancário a procurar avaliá-los também pelas evidências, de preferência tangíveis, que o cercam. Esse ponto, omitido pelas pesquisas disponíveis, permite identificar e agregar aos já citados um novo e importante atributo dos produtos financeiros que é a imagem da instituição que os oferece. Ele é complexo e engloba:

- a) o ambiente físico do banco, evidência tangível causadora de impressão favorável ou desfavorável ao cliente, associada à idéia de *status* e que pode estar presente na decisão de compra;
- b) a qualidade do atendimento pessoal, uma vez que os serviços encontram-se entrelaçados aos homens que os prestam, podendo até se confundir com eles, demonstrando assim que o fator humano constitui evidência poderosa e pode transmitir confiança e satisfação ao cliente bancário; e
- c) a crença de tradição e solidez da instituição, transmitida ao cliente através dos instrumentos de comunicação, a qual pode reforçar ou substituir a segurança do cliente em relação ao produto.⁶

Esse atributo é considerado pelo cliente na comparação entre marcas (instituições) e muitas vezes substitui seu desconhecimento do produto ou uma avaliação mais profunda dos cinco atributos anteriormente citados. A imagem positiva da instituição pode levar o cliente, inclusive, a aceitar retornos menos elevados, associando-a ao atributo segurança. O cliente tende assim a incorporar em sua expectativa de retorno provável a confiança que deposita na instituição financeira e seu pessoal. De uma maneira geral, o cliente bancário típico costuma impregnar os produtos de uma instituição financeira com sua imagem, constituindo esta um elemento freqüente no processo de escolha.

A característica comparação entre produtos e marcas é encontrada em diferentes graus de intensidade, mas pode sofrer restrições pela prática de reciprocidade. Tal prática limita a possibilidade de estabelecer comparações entre produtos de diferentes instituições na medida em que a obtenção de um empréstimo pode ficar condicionada à abertura de uma conta corrente ou à aquisição de letras de câmbio. Sua utilização, entre pessoas físicas, entretanto, não é muito comum e é mais viável nos casos de empréstimos e financiamentos, produtos em que o banco tem posição forte para venda.

ESFORÇO DE COMPRA

É o esforço físico despendido pelo cliente para a compra do produto financeiro desejado. O cliente define o esforço de deslocamento em função da importância da compra, sua necessidade ocasional ou de limitações na distribuição do produto.

Se o resultado obtido com uma ordem de pagamento através de dois diferentes bancos for basicamente o mesmo, o cliente procurará o banco mais próximo, motivado apenas pela conveniência. O mesmo não acontecerá, porém, se apenas um deles tiver agência na praça destinatária da remessa. Há produtos financeiros que possuem demanda limitada e distribuição restrita, como é o caso dos empréstimos hipotecários, por exemplo, que predispoem o cliente a um maior esforço de deslocamento.

A própria percepção pelo mercado de que um produto possui demanda limitada leva à sua distribuição restrita. A falta de maiores informações a respeito de produtos mais complexos também constitui fator limitativo à distribuição intensiva e predispoem o consumidor bancário a um maior

⁶ Os diferenciais nas taxas de juros entre instituições independentes e pertencentes a grupos financeiros nos papéis de renda são explicados por este fato.

deslocamento.⁷ O conhecimento da atitude do consumidor permite ao mercado estabelecer os produtos que devem ter uma distribuição mais ou menos intensa, limitando a oferta de alguns produtos à matriz ou a uma só empresa do conglomerado, enquanto que outros produtos são distribuídos através de todas as agências e postos.

A tendência observada no mercado bancário, com a formação de conglomerados financeiros, tem sido a de aumentar o número de produtos distribuídos pelas agências, tornando menor o esforço de deslocamento do consumidor para produtos anteriormente encontrados só nas outras instituições do conglomerado. As próprias características do sistema de distribuição bancário estimulam o desejo de conveniência do consumidor que pode encontrar num só local ampla gama de produtos à semelhança de um supermercado.

Como no caso anterior, o esforço de compra é uma característica do relacionamento do cliente com todos os produtos bancários, embora varie em grau de intensidade.

PROCURA DE INFORMAÇÃO

É a quantidade e qualidade de informação procuradas pelo cliente bancário para sua decisão de compra e uso do produto.

A informação está intimamente ligada ao produto financeiro, seja pela forte noção de risco envolvido na manipulação do dinheiro, seja pelo seu aspecto abstrato, como também pelo grau de conhecimento geralmente baixo do consumidor.

Tal especificidade do produto bancário torna a procura de informação uma atitude constante, embora em diferentes graus de intensidades, conforme a maior ou menor dificuldade na aquisição e uso do produto. Quanto maior o número de variáveis ou atributos a considerar na decisão de compra, maior o volume e qualidade de informação necessária. Nesse sentido, um produto como cobrança nacional exigiria menor grau de informação que um empréstimo ou a compra de ações.

A informação é oferecida ao investidor em ações sob diferentes formas, desde as mais simples, como os extratos de contas correntes, até os sistemas computarizados, em tempo real de informação. E tem ainda importantes implicações no programa promocional da instituição financeira.

A CLASSIFICAÇÃO PROPOSTA

As características anteriormente descritas justificam a adoção de classes de produtos financeiros análogas às uti-

lizadas para produtos de consumo. Embora os produtos financeiros possuam especificidades que os distinguem dos produtos de consumo em termos de motivos de compra e atributos, no que se refere ao comportamento do consumidor na compra as semelhanças observáveis permitem a adoção de uma classificação similar à usada para produtos de consumo. Esta classificação envolve basicamente três grupos de produtos bancários que reúnem características idênticas no comportamento de compra. Estes grupos são:

Produtos de conveniência — aqueles em que o cliente não procura estabelecer comparações entre os produtos, embora possa fazê-lo quanto a marcas. Não se mostra disposto a um maior esforço de compra e necessita de poucas informações devido à simplicidade e homogeneidade desses produtos. A posição do cliente para compra é geralmente mais forte do que a da instituição financeira.

Produtos comparativos — aqueles em que o cliente procura estabelecer comparações entre produtos e marcas, buscando maiores informações para sua decisão de compra, mostrando-se disposto a algum esforço de compra.

Produtos especiais — aqueles para os quais o cliente se dispõe a um maior esforço de compra pelo fato de terem mercado limitado e uso pouco freqüente. A comparação pode ocorrer apenas quanto a marcas, pois os produtos não apresentam substitutos. O cliente tem geralmente posição mais fraca que a instituição financeira.

Para a primeira classe de produtos, os exemplos típicos seriam os depósitos à vista, cofres de aluguel, pagamento de contas, cobranças e transferências em moeda nacional. Os produtos comparativos englobam os produtos de investimentos (ações, debêntures, letras de câmbio), os empréstimos e os financiamentos ao consumidor. Como exemplo de produtos especiais podem ser citados: a administração de carteiras de investimentos, a custódia de valores com administração, financiamentos para construção ou aquisição de casa própria, financiamento RECON e o financiamento rural pela Resolução 69.

A reunião dos produtos financeiros em classes permite uma compreensão inicial e razoavelmente lógica das tendências dominantes no comportamento do consumidor de produtos bancários. Ela permite perceber, por exemplo, que, agindo de modo preponderantemente racional, o consumidor bancário tende sempre a estabelecer comparações entre marcas (instituições vendedoras), além de fazer, em determinados casos, comparações entre produtos, fato que o diferencia do consumidor de produtos de consumo. A presença da instituição financeira na decisão de compra tende a ser constante por estar vinculada ao fator seguran-

⁷ Para o caso de produtos de investimento como as ações o consumidor não visa unicamente sua conveniência, mas prefere o contato direto com a instituição (ou seu departamento) geradora do serviço, onde o maior volume de informações propiciam resultados mais compensadores.

ça — atributo típico dos produtos financeiros — e à qualidade do atendimento pessoal, quanto à qualificação técnica, solicitude e cordialidade.⁸

É essa mesma racionalidade que torna importante a procura de informações sobre os produtos financeiros e que, se de um lado possibilita a busca de conveniência, de outro, impede ou limita fortemente a compra emocional, por impulso, identificadora de um subgrupo de produtos de consumo.

Os dois primeiros grupos — os produtos de conveniência e os comparativos — reúnem características de intensidades opostas, enquanto os produtos especiais têm no esforço de compra o traço dominante do comportamento, imposto por fatores restritivos à compra. Assim, para os produtos comparativos, a tendência dominante do consumidor bancário é procurar reunir maior volume de informações que lhe possibilitem conhecer o produto e estabelecer comparações entre as alternativas disponíveis. Este consumidor mostra-se, por outro lado, disposto a desenvolver algum esforço de compra na medida em que a análise anterior demonstre ser esta atitude vantajosa. Seu comportamento é diferente no caso dos produtos de conveniência, onde a tendência é abandonar a comparação entre produtos — mas não necessariamente a comparação entre marcas — para ceder ao princípio da conveniência, pelo fato de não identificar benefícios compensadores em tal atitude. Como esses produtos são relativamente simples e homogêneos, necessitam também de menor volume de informações para a decisão de compra e uso.

Como foi anteriormente observado, as características identificam tendências dominantes do consumidor bancário, o que não invalida a ocorrência de desvios em seu comportamento. No caso dos produtos de investimento, o comportamento dominante ou típico seria o de manter-se informado quanto às taxas de juros, prazos de aplicação e condições gerais do mercado, procurando as melhores alternativas. O volume de recursos envolvidos na aplicação pode, no entanto, alterar essa atitude: se ele for baixo para os padrões do investidor, este poderá relevar comparações e taxas mais atrativas, tendo em vista o diferencial pouco compensador em termos absolutos, adquirindo o título com base no princípio da conveniência.

Um caso característico de desvio é a transformação um produto tipicamente de comparação, como os fundos do Decreto-Lei 157, em produtos de conveniência, conforme demonstra o fato de as oito maiores redes de agências bancárias serem as maiores captadoras desses fundos. Explicações prováveis encontrar-se-iam no fato de o investidor

não estar aplicando recursos seus, mas devidos a terceiros (fundo perdido), na rentabilidade negativa de grande parte desses fundos e na própria pressão de vendas das instituições bancárias, levando-o a abandonar comparações de rentabilidade e risco. O consumidor desse produto julgaria, assim, não compensadora a relação entre os custos envolvidos e os benefícios recebidos, optando pelo que lhe parecer mais conveniente.

Tais desvios não comprometem a classificação, mostrando apenas que um mínimo de flexibilidade em seu manuseio é necessário, mesmo porque ela fixa tendências dominantes e não determinações. Por outro lado, esta classificação não deve ser visualizada de forma estática, mas dinâmica: um produto pode mudar sua posição na classificação ao longo do tempo, devido a mudanças ocorridas no mercado. O esforço mercadológico recente dos bancos pertencentes a conglomerados financeiros demonstra a intenção de "massificar" diversos produtos, ao facilitar o acesso do consumidor através da distribuição intensiva, estimulando seu desejo de conveniência. Os seguros são hoje produtos disponíveis em muitas agências bancárias, dispensando o deslocamento dos consumidores às companhias seguradoras. Todavia, isso não implica admitir que produtos de investimento como letras de câmbio tenham se transformado em produtos de conveniência, uma vez que a escolha entre produtos alternativos e atributos, como por exemplo taxas, tende a estar sempre presente na ocasião da compra. Tal prática tem levado alguns bancos a concentrar num só homem — o gerente — a função de vendedor de uma diversificada e complexa gama de produtos, levantando problemas de eficiência.

RELAÇÕES COM A PROMOÇÃO E DISTRIBUIÇÃO

Foram apontadas anteriormente as limitações impostas aos produtos financeiros em termos de preço e de produto. Essas limitações e as características do comportamento do cliente bancário apontam como fatores relevantes na ação de *marketing* a promoção e a distribuição desses produtos.

DISTRIBUIÇÃO

A intangibilidade do produto bancário e sua estreita e repetitiva ligação com o vendedor, bem como sua produção e venda simultâneas, eliminando atividades como armazenagem, transporte e controle de estoques, apontam o *marketing* direto como a forma lógica de distribuição bancária. Estas características não só tornam mais simples os sistemas de canais de distribuição dos bancos — compostos basicamente de um só estágio, uma vez que matriz e agên-

⁸ Ao afirmar que a atitude do consumidor bancário é predominantemente racional, deixamos implícito que fatores subjetivos e emocionais podem também estar presentes na decisão de compra. É exatamente na escolha da instituição (marca) que estes fatores mais se fazem sentir.

cias são tanto produtoras como distribuidoras —, como também têm limitado fortemente o aparecimento de novas formas de distribuição.

À falta de maiores inovações, o problema da distribuição limita-se a definir os produtos que devem ser vendidos em todas as agências e postos e os que podem ficar restritos às sedes administrativas ou a um número limitado de agências. A tendência geral tem sido a de aumentar o número de produtos distribuídos e, quando possível, o número de agências para maximizar a utilidade lugar e tempo desses produtos.⁹ No entanto, a análise das características do comportamento do cliente bancário pode fornecer alguns subsídios ao problema da distribuição bancária, ao se estabelecer relações entre as classes de produtos e as formas de distribuição mais adequadas.

Os produtos de conveniência apresentam demanda mais sensível a medidas que facilitam o acesso do cliente, sendo mais adequada a distribuição intensiva. O caixa automático é exemplo de um novo e adequado sistema de distribuição para o produto conta corrente, aumentando sua utilidade tempo e lugar. Da mesma forma, as máquinas de vendas de seguros contra acidentes de viagens, instaladas em aeroportos, representam um avanço na distribuição das seguradoras.

Os produtos especiais, ao contrário, podem ser distribuídos de forma mais seletiva, ficando restrito à sede da instituição produtora ou a um número limitado e selecionado de agências. A baixa frequência de uso e sua importância para o consumidor predispõem um maior esforço de deslocamento. Seria assim desnecessário que financiamentos para construção ou aquisição de casa própria fossem encontrados em todas as agências do banco, podendo sua oferta ficar limitada à sede da empresa produtora.

Os produtos comparativos admitem as duas formas de distribuição. Os produtos de investimento podem merecer certa seletividade, pela concentração de suas vendas nas praças com melhor potencial de poupança, embora os de maior aceitação popular admitam distribuição intensiva. A venda dos produtos mais sofisticados como as ações e aplicações em *open* requer a presença de vendedores especializados com informação em tempo real para o investidor, sendo pouco produtiva sua distribuição mais intensa sem esse cuidado. Outros produtos comparativos como os empréstimos pessoais, em suas várias modalidades, e os financiamentos ao consumidor são adequados à distribuição intensiva.

De um modo geral, a distribuição de produtos bancários não tem sofrido maiores mudanças nas últimas décadas.

A intangibilidade e a inseparabilidade desses produtos têm limitado a criatividade dos bancos nesse setor. Donnelly [1] chama a atenção para este fato, lembrando que a procura de novas fórmulas poderá surtir efeitos mais positivos se os bancos souberem definir mais claramente seus produtos e visualizarem um canal de distribuição como qualquer meio de aumentar a disponibilidade ou conveniência de um produto, ampliando seu uso ou a receita dele proveniente. Nesse sentido, o cartão de crédito — representação tangível do banco — constituiu um novo canal para tornar o produto crédito mais disponível ao usuário.

PROMOÇÃO

O fato de o produto bancário ser inseparável da figura do vendedor e ser intangível adiciona também certas peculiaridades ao composto promocional. Como afirma Toledo [6, pp. 31-46], no *marketing* financeiro o papel do vendedor é mais importante do que no de produtos de consumo, devido ao fato de a produtividade depender em grande parte da participação do cliente no processo produtivo. Um plano de financiamento está condicionado à capacidade de o comprador comunicar suas necessidades específicas tanto quanto à de o vendedor percebê-las. Assim, a venda pessoal desempenha um papel preponderante no *marketing* financeiro, pois o relacionamento profissional/cliente é direto e tem certa continuidade, além de a forte necessidade de informação fazer dela a melhor forma de ajustamento entre o produto e as necessidades do comprador.

Em contrapartida, a intangibilidade dos serviços em geral torna mais complexa a tarefa de anunciá-los. Embora os meios de comunicação abstraíam o produto de consumo, este pode ser mostrado, permitindo uma conexão mental com a realidade. Entretanto, no caso dos serviços o uso de abstrações para descrever algo já abstrato não ajuda o consumidor a formar uma realidade daquele serviço, sugerindo a exploração de símbolos concretos nas campanhas de propaganda.

Aceita-se, portanto, que a venda pessoal seja o principal elemento do composto promocional no *marketing* financeiro. Todavia, a ênfase em sua aplicação depende também das características comportamentais do consumidor bancário. Tal ênfase é proporcional ao nível de informação exigido pelo produto para seu uso, sendo, no caso dos produtos comparativos, estrategicamente mais importante que a propaganda. O inverso pode ser dito quanto aos produtos de conveniência.

A propaganda e a publicidade, vistas pela maioria dos bancos como sinônimo de *marketing*, têm para os produtos comparativos e especiais um papel complementar, dissemi-

⁹ Essa prática tem se limitado às ocasiões em que ocorrem fusões de empresas bancárias, dadas as restrições impostas pelo Banco Central do Brasil.

nando informações curtas sobre os produtos e a qualidade dos serviços de atendimento. Apenas nos produtos de conveniência, que requerem menores informações e implicam maior dificuldade de uso, devem exercer a principal função promocional. No Quadro 1 são apresentadas as relações entre as classes de produtos financeiros e as formas de distribuição e promoção mais adequadas.

QUADRO 1 — Formas de Distribuição e Promoção

Produtos	Elementos do Composto		
	Distribuição	Promoção	
		Principal	Complementar
de conveniência	intensiva	propaganda	venda pessoal
comparativos	intensiva/seletiva	venda pessoal	propaganda
especiais	seletiva	venda pessoal	propaganda

Deve ser ainda observado que, como a propaganda de produto no composto promocional, tão importantes são a propaganda institucional (de marca) e as atividades de Relações Públicas, as quais atuam sobre a imagem da instituição. Visto que a consideração da marca é uma constante no comportamento de compra do cliente bancário e ante a impossibilidade de firmar personalidade própria (através de produtos patenteados), buscando-a nos sistemas de

atendimento, estilo gerencial e características gerais do banco, a promoção institucional deve estar sempre associada à promoção dos produtos bancários.

BIBLIOGRAFIA

- 1 DONNELLY, JR., James H. Distributing bank services. In: CAPALDINI, Leonard L.A. ed. *Marketing for the bank executive*. New York, Petrocelli Books, 1974. pp. 196-206.
- 2 LEITÃO, Sergio Proença. *Uma classificação para produtos bancários*. Rio de Janeiro, PUC, 1979. cap. 3, pp. 32-8. [Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado em Administração de Empresas da PUC/RJ]
- 3 LEVITT, Theodore. The augmented-product concept. In: ——. *The marketing mode*. New York, McGraw Hill Book, 1969. pp. 1-27.
- 4 PROJECTOR, Dorothy S. & WEISS, Gertrude S. *Survey of financial characteristics of consumers*. Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1966.
- 5 SHOSTACK, G. Lynn. Breaking free from product marketing. *Journal of Marketing*, Chicago, Ill., American Marketing Assn., pp. 73-80, Apr. 1977.
- 6 TOLEDO, Geraldo Luciano. *Marketing bancário, análise, planejamento, processo decisório*. São Paulo, Atlas, 1978. pp. 31-46.

Informação selecionada com a garantia da Fundação Getulio Vargas:



10.901 leitores (*)

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.



3.435 leitores (*)



13.851 leitores (*)

(*) fonte: IVC - 4º trimestre 1978

***Análise Conjuntural Financeira
das
Companhias Abertas***

Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas

Walter Lee Ness, Jr.*

I. INTRODUÇÃO

A partir deste número da Rbmec, procedemos a algumas modificações na Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas, apresentando, para cada período de análise, um único quadro, que contém as companhias registradas nas bolsas de valores com balanços divulgados para o período em questão e para o ano anterior. Listamos 33 indicadores para instituições financeiras e 33 para empresas não-financeiras, 19 dos quais são comuns aos dois tipos. As empresas são apresentadas em ordem alfabética, dispostas em seis setores financeiros e 21 setores de indústria e serviços. Neste estudo, apresentamos dados sobre 71 instituições financeiras e 103 empresas não-financeiras, para o exercício findo entre novembro de 1979 e abril de 1980.

A validade das comparações realizadas entre empresas ou setores depende da compatibilidade de práticas operacionais, práticas contábeis e também de maiores detalhes quando da divulgação pública de dados sobre as empresas. Os indicadores foram obtidos dos demonstrativos financeiros pu-

blicados nos principais jornais do Rio de Janeiro e de São Paulo, de publicações das bolsas de valores, e de informações enviadas diretamente pelas empresas ao IBMEC. Apesar de tentarmos classificar uniformemente os dados financeiros, esta classificação, bem como a resultante comparabilidade de indicadores entre setores ou empresas, é, às vezes, prejudicada não só pelos desvios de empresas individuais com práticas contábeis reguladas ou geralmente aceitas, mas também pelo fato de alguns balanços publicados apresentarem-se excessivamente resumidos.

Os indicadores comparam o resultado dos balanços de períodos findos entre novembro de 1979 e abril de 1980 com o do exercício anterior. Se num determinado exercício, a empresa divulga apenas demonstrativos de lucros e prejuízos semestrais, estes são somados para se obter o resultado do exercício. Se no período indicado, a empresa fecha um balanço semestral e apresenta o balanço do exercício semestral anterior, o resultado para o período de 12 meses findo entre novembro e abril é calculado da seguinte maneira:

* Walter Lee Ness, Jr. é Pesquisador Sênior do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais — IBMEC.

O autor agradece a Rosanne H. Rebelo da Silva pela supervisão executada durante a coleta de dados levantados pelos estagiários Antonio Rogério de O. Magalhães, Luiz Fernando de S. Magalhães, Marcello Rodrigues Ourivio, Paulo Roberto de Queiroz e Sérgio Pereira de Carvalho, a quem o autor é igualmente grato. Registra também os excelentes trabalhos de revisão dos originais, realizados por Elizabeth Figli-no, de supervisão tipográfica, por Rosy de Freitas Lamas e de supervisão de arte e criação, por Francisco Pardelhas, bem como a esmerada colaboração do Núcleo de Processamento de Dados do IBMEC, agradecendo em especial a Delcimirio Barbi de Castro, Helio Borges do Couto Jr. e Júlio M. P. P. Loureiro Garcia (chefe, analista e programador do Núcleo, respectivamente), responsáveis pela etapa de computação de dados, essencial para a realização deste trabalho.

+ Demonstrativo Semestral de Lucros e Prejuízos (11/79 a 04/80)
 + Demonstrativo Anual de Lucros e Prejuízos (05/79 a 10/79)
 - Demonstrativo Semestral de Lucros e Prejuízos (11/78 a 04/79)
 = Resultado Anual da Demonstração de Lucros e Prejuízos (11/79 a 04/80)

Aplica-se também um cálculo equivalente para obtenção do resultado referente ao período de 12 meses, findo entre novembro de 1978 e abril de 1979.

Diversos ajustes se fizeram necessários, como por exemplo, nos casos em que o exercício apresentava prazo diferente de 12 meses. Diante desta circunstância, os itens utilizados do demonstrativo de lucros e prejuízos foram multiplicados pelo fator $12/x$, onde x representa o número de meses do exercício. Períodos normalmente semestrais com prazo diferente de seis meses foram ajustados pelo valor $6/y$, onde y representa o número de meses do período.

As empresas que apresentaram este tipo de ajuste em 1978, segundo o Quadro de Convenções, aparecem assinaladas antes do mês, na coluna do fim do exercício; as empresas com ajustes em 1979 são assinaladas após o mês do fim do exercício.

O artigo 249 da Lei das Sociedades Anônimas dispõe que a empresa com mais de 30% do valor de seu patrimônio líquido, representado por investimentos em sociedades controladas, deve apresentar, a partir de 1978, demonstrativos financeiros consolidados. Os demonstrativos consolidados para 1978 e 1979 foram utilizados na elaboração dos quadros, quando disponíveis. Neste caso, as empresas apresentam sinais antes e após o mês, segundo o Quadro de Convenções.

Vale mencionar que foram feitas também, no período em análise, correções nos dados de empresas que apresentaram ajustes nos exercícios anteriores, sendo que as mesmas aparecem assinaladas de acordo com o Quadro de Convenções.

Devemos ressaltar que utilizamos nos quadros, antes e após o mês, as seguintes convenções:

Caso	Significado	Símbolo
1	Consolidado	A
2	Diferença de Meses	*
3	Ajuste para Exercícios Anteriores	=
4	Imposto de Renda Estimado	,
5	Casos 1, 2	B
6	Casos 1, 3	C
7	Casos 1, 4	D
8	Casos 2, 3	E
9	Casos 2, 4	X
10	Casos 3, 4	Y
11	Casos 1, 2, 3	F
12	Casos 1, 2, 4	F
13	Casos 1, 3, 4	G
14	Casos 2, 3, 4	Z
15	Casos 1, 2, 3, 4	H

Uma vez que o número de empresas aqui analisado é relativamente pequeno, especialmente para os setores não-financeiros, os indicadores referentes a estes setores são provisórios. Na próxima Análise Conjuntural, no entanto, esperamos triplicar o número de empresas não-financeiras analisadas. Baseados em nossa experiência com análises preliminares, notamos, para os anos de 1977 e 1978, que as empresas que divulgam seus demonstrativos financeiros mais rapidamente têm, de modo geral, um desempenho mais favorável em relação aos muitos indicadores utilizados do que as empresas que atrasam a divulgação ou que têm exercícios ou semestres findos nos meses de fevereiro a abril.

O desempenho das companhias abertas foi resumido em quatro categorias de medidas para as empresas não-financeiras: crescimento, rentabilidade, aumentos de capital e estrutura financeira. Incluímos nas primeiras três categorias as instituições financeiras, apesar de serem abordadas em uma seção especial que trata exclusivamente do desempenho de sua estrutura financeira.

II. MEDIDAS DE CRESCIMENTO

CONCEITOS GERAIS

Numa economia inflacionária, a atratividade de ativos de renda variável depende não só da remuneração direta (dividendos, no caso de ações), mas também da estimativa do preço. A longo prazo, a valorização de preço está vinculada, em grande parte, à evolução da capacidade da empresa de gerar lucros. Com base em modelos de matemática financeira, a taxa de retorno de longo prazo que pode ser utilizada para comparar o retorno de ações com outras alternativas é o índice de dividendos por ação com preço complementado pela taxa anual de crescimento de dividendos. O pagamento de dividendos depende fundamentalmente de lucros. Assim, a taxa de crescimento do lucro líquido também pode ser utilizada como substituto para a taxa de crescimento de dividendos. Uma vez que a evolução de vendas é um determinante fundamental de lucros, o analista também deve examinar o crescimento, ao longo do tempo, de receitas operacionais das empresas.

O crescimento de dividendos, lucro líquido e vendas dependem de vários fatores, como por exemplo, para manutenção do valor patrimonial real para o investidor, a remuneração deste deve ser maior que a taxa de inflação. Por outro lado, se o padrão de comparação tem como base os retornos de outros ativos financeiros, seria mais relevante que esta comparação de crescimento fosse feita com base na correção monetária.

Os aumentos nas medidas de crescimento também refletem uma política de reinvestimento da empresa, ou seja, a empresa que reinveste uma maior parcela dos seus lucros deve ter uma taxa maior de crescimento real. Assim, uma menor relação entre dividendo e preço da ação pode ser compensada por uma taxa maior de crescimento real devido ao reinvestimento. Ademais, para a avaliação de empresas com investimentos de longo prazo, consideramos que a taxa de crescimento de dividendos e outras medidas devem superar não só a taxa de inflação, e o produto da porcentagem de lucro reinvestido, mas também a taxa de retorno sobre recursos próprios da empresa.

O crescimento de operações também pode ser proveniente das alterações de estrutura financeira da empresa, sendo que a expansão da empresa pode ser financiada. Aumentos em alavancagem podem causar um aumento nas vendas, lucros e dividendos, apesar de colocar os resultados expostos ao maior risco. A expansão da empresa também pode ser o resultado da expansão financiada pela subscrição de aumentos de capital. Neste caso, os resultados expressos como lucros, dividendos ou vendas por ação seriam mais apropriados para determinar se os resultados da empresa acompanham ou não a inflação. Uma vez que os indicadores aqui apresentados são brutos e não ajustados por ação para subscrições, as conclusões devem ser consideradas com base na observação do Indicador 9, da seção A, caso a empresa tenha utilizado subscrições para aumentar seu capital em 1979, e pela observação dos Indicadores 7 e 8 da seção B, caso a empresa tenha alterado significativamente sua relação entre endividamento e recursos próprios.

Obviamente, outros fatores afetam o aumento de dividendos ou de suas medidas similares (lucro líquido e receitas operacionais). Da mesma forma, aumentos ou quedas na produtividade, alterações em impostos, atrasos entre o investimento e o início da produção também afetam a evolução da empresa.

A taxa de inflação considerada para a comparação dos fluxos de um determinado ano com os do ano anterior é determinada pela divisão da média do índice de preços num ano com a do ano anterior. Assim, observamos que a taxa média de inflação de 1978 para 1979 foi 54%, utilizando o índice geral de preços para disponibilidade interna. Supondo que as empresas, em média, reinvestem 60% dos seus lucros e que um retorno típico sobre recursos próprios é da ordem de 11%, podemos prever um crescimento real de 6,6% a.a. Combinando o crescimento inflacionário com o crescimento real, chegaremos a uma taxa de crescimento nominal de 64%, como patamar para uma evolução satisfatória para a empresa típica.

A captação de novos recursos via subscrições de capital também deve ser considerada para se estabelecer um patamar para o crescimento da empresa. Podemos estimar que aproximadamente 5% do número de ações ao fim de 1979

foram subscritos durante o exercício, caso em que o aumento em dividendos, ou suas medidas similares, seria da ordem de 72% para compensar adequadamente não só o capital no início do período para inflação, mas também o reinvestimento em lucros e ainda o levantamento de novos recursos via subscrição. Obviamente, a política econômica pode ditar um aumento menor de acordo com as metas de redistribuição de renda ou com o combate ao processo inflacionário. Ademais, deve-se notar que os retornos que não aumentam nesta proporção podem fornecer desincentivos para futuros investimentos no capital das empresas.

Reconhecemos também que a evolução adequada de cada empresa varia de acordo com as condições particulares da mesma. Empresas que obtiveram lucros extraordinários em 1978 podem realizar uma taxa de crescimento menor. Da mesma forma, as empresas que pagaram as maiores parcelas do que normalmente pagam dos seus lucros em dividendos, ou que esperam uma taxa menor de retorno sobre a aplicação de recursos próprios, podem aceitar taxas de aumento em dividendos, lucros ou vendas mais baixas. Igualmente, empresas com lucros pouco expressivos em 1978, que pagaram uma menor porcentagem dos seus lucros do que a porcentagem típica em dividendos, ou que esperam taxas de retorno médias maiores do que as especificadas, devem antecipar taxas de crescimento acima daquela determinada como patamar nas variáveis mencionadas.

RESULTADOS GERAIS

Dadas estas condições, cabe a pergunta: como se comportou a empresa registrada nas bolsas de valores em 1979? Primeiro, notamos que o aumento em dividendos e lucro líquido de 1978 para 1979 foi aquém do esperado. Para todas as classes de empresas, o aumento em dividendos foi de 43% e de lucro líquido somente 14%, indicando que não houve uma relação constante entre preço e lucro ou dividendo de uma ação. Geralmente, o retorno sobre ações como investimento é menor do que para investimentos de renda fixa e com correção monetária posfixada. Ademais, segundo a Revista Bolsa, o índice preço-lucro de ações aumentou de 3,8 em dezembro de 1978 para 5,2 em dezembro de 1979 ou de 3,5 em abril de 1979 para 6,5 em abril de 1980, aumentando o retorno verdadeiro experimentado pelo investidor. Obviamente, ou os investidores foram direcionados para ações pelos baixos retornos reais prometidos por outras aplicações ou consideraram atípicos os aumentos em lucros e/ou dividendos em 1979.

Os aumentos relativamente pequenos em dividendos e em especial em lucro líquido não foram reflexo de uma recessão econômica. Em contraste, as receitas operacionais de empresas não-financeiras aumentaram para 67% e de instituições financeiras para 88%. A queda em dividendos e lucros não foi ocasionada por aumentos em custos operacionais. Os resultados de operações, não apresentados no qua-

dro de empresas, aumentaram 79% para as empresas não-financeiras privadas e para as instituições financeiras privadas.

Assim, os problemas de desempenho das companhias abertas não são originários de um fraco desempenho de operações, mas sim dos elementos dos demonstrativos de lucros e prejuízos inseridos entre o resultado operacional e o lucro líquido, que são:

- aumentos nas taxas de juros de financiamentos;
- correção monetária e variação cambial mais altas do que em anos anteriores;
- maxidesvalorização de 7 de dezembro de 1979;
- redução nos retornos de aplicações no mercado aberto;
- aumento na alíquota do Imposto de Renda; e
- maior dedução do lucro líquido para a correção monetária do patrimônio líquido e ativo permanente.

Todos estes fatores contribuem para um desempenho no lucro líquido inferior àquele apresentado em receitas operacionais ou resultados de operações. A maior concentração de seus financiamentos em moeda estrangeira, maiores volumes de aplicações no mercado aberto e seu porte tipicamente grande — que sujeita a empresa a uma taxa de Imposto de Renda de 40% — são fatores que contribuem para um maior efeito adverso para as subsidiárias de empresas multinacionais. O primeiro e o terceiro fatores também contribuem para o desempenho relativamente fraco das empresas estatais. Muitas empresas nacionais privadas fogem a estes problemas. Assim, consta que, para empresas não financeiras nacionais privadas, lucro líquido e dividendos cresceram 55% e 69% respectivamente, em contraste com as empresas de controle estrangeiro, -25% e 45%, e empresas estatais, -6% e 28%.

Notamos que as instituições financeiras apresentam as mesmas restrições, pois as receitas operacionais cresceram 88% entre 1978 e 1979. Para instituições financeiras privadas, as margens entre remuneração de empréstimos e custos de captação aumentaram, no entanto, fatores não-operacionais fizeram com que o lucro líquido de instituições financeiras aumentasse somente 31%.

O fraco desempenho dos lucros líquidos das empresas seria ainda pior se algumas práticas contábeis não fossem utilizadas na definição de lucro líquido da empresa. Por exemplo, uma vez que a taxa de correção monetária foi significativamente inferior à taxa de inflação (índice geral — disponibilidade interna) entre dezembro de 1978 e dezembro de

1979 (47,2% versus 77,2%), alguns itens normalmente deduzidos do lucro foram subestimados. Exemplificando com mais detalhes, a depreciação do imobilizado técnico é menor do que num sistema contábil que reflete plenamente a inflação verdadeira. Também, a correção monetária do patrimônio líquido e ativo permanente seria ainda maior se calculada com base na inflação experimentada. Nestes casos de correção monetária plena, o lucro líquido antes do Imposto de Renda será consideravelmente menor para empresas com significativos investimentos em imobilizado e/ou com seu patrimônio líquido, expressivamente maior do que seu ativo permanente. Por outro lado, se estes ajustes foram baseados na verdadeira taxa de inflação, as empresas pagariam menor Imposto de Renda, aliviando, em parte, os primeiros dois efeitos mencionados sobre lucro depois do Imposto de Renda.

Notamos que os dividendos pagos pelas empresas aumentaram a uma taxa maior do que o lucro líquido. Evidentemente, isto indica não só que os empresários não consideraram a evolução do lucro líquido típico em 1979, mas também que permitiram o pagamento de uma maior parcela de seus lucros em dividendos para manter a continuidade de aumentos de dividendos num ambiente inflacionário. Uma vez que o aumento na alíquota do Imposto de Renda e a maxidesvalorização do cruzeiro não são eventos que se espera sejam repetidos com freqüência, o pagamento é justificável. Este fato também demonstra que para as empresas que apresentaram toda a desvalorização cambial como despesa financeira em 1979, o efeito da maxidesvalorização se prolongará sobre a caixa da empresa por um período de duração de vários anos e não de todo imediatamente.

Para que os investimentos da empresa não sejam reduzidos em termos reais, esta também tem que acompanhar o ritmo inflacionário. Estes investimentos são realizados via compra de imobilizado e via investimentos em empresas coligadas. Das 103 empresas não-financeiras observadas, 75 apresentaram demonstrativos com origens e aplicações de recursos para os anos de 1978 e de 1979. Destas empresas, o aumento no investimento em imobilizado foi de 55% durante os dois anos. Já para as empresas nacionais privadas, verificou-se um aumento bastante significativo de 116% comparado com 61% para as empresas de controle estrangeiro e 48% para as empresas estatais. Diante deste fato, podemos afirmar que as empresas privadas tiveram seus investimentos em imobilizado aumentados em termos reais.

RESULTADOS SETORIAIS

Verificou-se uma grande diferença entre os setores em relação à sua capacidade de gerar crescimento real em 1979. Vinte e dois dos 26 setores examinados mostraram um crescimento de receitas operacionais de 54% ou mais. Em contrapartida, somente cinco setores mostraram um crescimento real em lucro líquido. O resultado foi menos desfavorável

QUADRO 1 – Resumo das Medidas de Crescimento Nominal

(em %)

	Δ Lucro Líquido		Δ Receitas Operacionais		Δ Dividendos		Δ Investimentos em Imobilizado
	79/78		79/78		79/78		79/78
Todas as Empresas	14	Todas as Empresas	75	Todas as Empresas	43	Empr. Não-Fin.	55
TIPO							
Inst. Fin.	31	Inst. Fin.	88	Inst. Fin.	62		
Empr. Não-Fin.	5	Empr. Não-Fin.	67	Empr. Não-Fin.	38		
CONTROLE							
Empr. Nac. Priv.	55	Inst. Fin. Nac. Priv.	98	Empr. Nac. Priv.	69	Nacionais Privadas	116
Inst. Fin. Estatais	32	Inst. Fin. Estatais	78	Inst. Fin. Estatais	55	Estrangeiras	61
Inst. Fin. Nac. Priv.	31	Empr. Nac. Priv.	75	Inst. Fin. Nac. Priv.	48	Estatais	48
Empr. Estatais	(6)	Empr. Estatais	66	Empr. Estrangeiras	45		
Empr. Estrangeiras	(25)	Empr. Estrangeiras	53	Empr. Estatais	28		
SETOR							
Mad. Pap. Gráf. Móv.	167	Constr. e Imob.	126	Outr. Prod. Min. N. Met.	141	Transporte	435
Constr. e Imob.	110	Bcos. Investimento	122	Transporte	131	Outr. Prod. Min. N. Met.	158
Mat. Transporte	100	Outr. Ramos Fin.	121	Comunicações	113	Mad. Pap. Gráf. Móv.	133
Outr. Ramos Fin.	87	Bcos. Com. Privados	96	Mad. Pap. Gráf. Móv.	110	Mat. Transporte	114
Metalurgia	58	Mineração	92	Seguros	82	Ind. Mecânica	112
Hotelaria e Turismo	48	Bcos. Com. Estatais	78	Serviços Diversos	82	Química	106
Ind. Diversas	46	Finanças	78	Têxtil	79	Eletricidade	78
Prod. Alim. Beb. Fumo	46	Seguros	77	Mat. Transporte	76	Mat. Elétrico	65
Bcos. Investimento	44	Transporte	74	Prod. Alim. Beb. Fumo	71	Siderurgia	63
Química	44	Eletricidade	71	Ind. Mecânica	63	Prod. Alim. Beb. Fumo	62
Serviços Diversos	37	Têxtil	69	Metalurgia	60	Comunicações	50
Transporte	37	Mat. Transporte	75	Ind. Diversas	59	Têxtil	44
Têxtil	37	Hotelaria e Turismo	65	Bcos. Investimento	56	Constr. e Imob.	32
Bcos. Com. Estatais	32	Petróleo	64	Bcos. Com. Estatais	55	Petróleo	26
Eletricidade	29	Comunicações	63	Constr. e Imob.	48	Comércio	5
Bcos. Com. Privados	28	Mad. Pap. Gráf. Móv.	63	Comércio	48	Metalurgia	(15)
Finanças	26	Siderurgia	62	Bcos. Com. Privados	47	Mineração	(15)
Comércio	12	Prod. Alim. Beb. Fumo	62	Química	43	Serviços Diversos	(34)
Seguros	9	Metalurgia	60	Mineração	39	Hotelaria e Turismo	(38)
Mat. Elétrico	7	Química	58	Petróleo	38	Ind. Diversas	(100)
Ind. Mecânica	3	Comércio	57	Mat. Elétrico	35		
Petróleo	2	Ind. Mecânica	54	Eletricidade	21		
Outr. Prod. Min. N. Met.	(19)	Outr. Prod. Min. N. Met.	48	Finanças	27		
Mineração	(22)	Ind. Diversas	48	Hotelaria e Turismo	32		
Comunicações	(97)	Serviços Diversos	47	Outr. Ramos Fin.	0		
Siderurgia	(302)	Mat. Elétrico	40	Siderurgia	(33)		

no crescimento real de dividendos, com 15 setores evidenciando aumentos reais. Somente os setores de produtos de madeira, material de transporte e metalurgia apresentaram aumentos reais em todas as três categorias.

Apesar de o setor de siderurgia ter demonstrado quedas nominais em lucro líquido e dividendos, isto não corresponde ao desempenho do seu faturamento, que aumentou 62%. Somente o setor de material elétrico teve taxas de aumentos menores do que a taxa de inflação para receitas operacionais, lucro líquido e dividendos.

Em relação ao aumento de investimentos em ativo imobilizado pelos setores não-financeiros, 11 deles tiveram aumentos maiores do que a taxa de inflação. Mais significativo revelou-se o setor de transporte, principalmente as duas empresas de aviação civil, que apresentaram um aumento de 435% em seus investimentos. Cinco setores mostraram quedas absolutas em seu investimento: indústrias diversas, hotelaria e turismo, serviços diversos, metalurgia e mineração.

Se consideramos o crescimento destes indicadores em termos reais e também em termos adequados para compen-sar o reinvestimento de lucros e a demanda por subscrições de capital pelas empresas, verificamos que o patamar de 72%, já discutido, é coerente, uma vez que foi superado por 9 setores em receitas operacionais, 8 setores em dividendos e 4 setores em lucro líquido. Somente o setor de material de transporte excedeu o patamar em todas as três metas.

III. MEDIDAS DE RENTABILIDADE

Para o investidor, a medida de rentabilidade que indica a taxa de retorno obtida pela empresa sobre o montante investido pelos seus acionistas diretamente ou indiretamente é a relação entre lucro líquido e patrimônio líquido. Observamos que esta medida caiu de 16,1% para 11,1% para as empresas estudadas, sendo que as classes de empresas com maior endividamento em moeda estrangeira, ressentiram-se ainda mais desta queda. As instituições financeiras e as empresas nacionais privadas mostraram a maior taxa de retorno em 1979, 16,9% e 16,1% respectivamente. Em contrapartida, a maior queda em rentabilidade foi das empresas de controle estrangeiro, que tiveram sua taxa de retorno diminuída de 20,4% em 1978 para 9,6% em 1979, mas as empresas não-financeiras estatais continuaram a ter a menor

taxa de retorno: 8,0% em 1979. Estas últimas foram também adversamente afetadas pela maxidesvalorização devido a seus grandes exigíveis no exterior, experimentando uma queda de 5,6% em sua rentabilidade entre 1978 e 1979.

Somente 2 setores mostraram aumentos em sua taxa de retorno sobre investimento em 1979: construção e imobiliária e material de transporte. Cinco setores mantiveram taxas de retorno acima de 20% em 1979: construção e imobiliária, transporte, produtos de madeira, bancos de investimento e indústrias diversas. Quatro setores tiveram taxas de retorno abaixo de 10%: siderurgia, comunicações, mineração e eletricidade, todos com predominância estatal. Quedas maiores que 10% na taxa de retorno foram observadas nos setores de comunicações, outros produtos minerais não-metálicos, siderurgia e seguros.

A segunda medida de rentabilidade — a margem de lucro líquido em relação às vendas — mostrou um comportamento paralelo à taxa de retorno. Para as empresas não-financeiras, a margem de lucro caiu de 13,2% em 1978 para 8,3% em 1979. As instituições financeiras que operaram com taxas de juros mais altas durante 1979, e assim receitas operacionais significativamente mais altas, também apresentaram uma queda na margem de lucro de 10,4% em 1978 para 7,2% em 1979. Esta queda foi mais evidenciada para empresas estatais (6,9%) e empresas de controle estrangeiro (4,9%). A margem de lucro para empresas nacionais privadas caiu menos, de 9,6% em 1978 para 8,4% em 1979.

Entre os setores, a maior margem de lucro pertence a serviços diversos. Esta anomalia é resultante do fato de a maioria das empresas deste setor serem principalmente companhias de administração e participação, sem atividades operacionais significativas. Nesta situação, obviamente seu lucro será grande em relação às suas poucas receitas operacionais. Um outro setor com alta margem de lucro é energia elétrica, onde os grandes investimentos de capital que duram períodos longos produzem receitas operacionais anuais relativamente pequenas. Setores que mantiveram margens de lucro acima de 10% foram: indústrias diversas, material de transporte e indústria têxtil. Somente produtos de madeira e material de transporte aumentaram sua margem de lucro em 1979.

Os setores com maiores quedas na margem de lucro foram: comunicações, serviços diversos, siderurgia e outros produtos minerais não-metálicos. Com margens de lucro abaixo de 3% tivemos mineração, comunicações e siderurgia.

QUADRO 2 – Resumo das Medidas de Rentabilidade

(em:%)

	Lucro Líquido/ Patr. Líquido				Lucro Líquido/ Rec. Operacionais				Dividendos/ Lucro Líquido		
	1978	1979	Δ		1978	1979	Δ		1978	1979	Δ
Todas as Empresas	16,1	11,1	(5,0)	Todas as Empresas	12,1	7,8	(4,3)	Todas as Empresas	35	45	10
TIPO											
Inst. Fin.	18,7	14,6	(4,1)	Empr. Não-Fin.	13,2	8,3	(4,9)	Inst. Fin.	39	46	7
Empr. Não-Fin.	15,0	9,6	(5,4)	Inst. Fin.	10,4	7,2	(3,2)	Empr. Não-Fin.	34	44	10
CONTROLE											
Inst. Fin. Nac. Priv.	23,0	16,9	(6,1)	Empr. Estatal	15,9	9,0	(6,9)	Empr. Estrangeira	47	90	43
Empr. Nac. Priv.	18,8	16,0	(2,8)	Empr. Nac. Priv.	9,6	8,4	(1,2)	Inst. Fin. Estatal	48	57	9
Inst. Fin. Estatal	15,9	13,0	(2,9)	Inst. Fin. Estatal	10,9	8,0	(2,9)	Empr. Estatal	34	46	12
Empr. Estrangeira	20,4	9,6	(10,8)	Inst. Fin. Nac. Priv.	9,8	6,5	(3,3)	Inst. Fin. Nac. Priv.	29	33	4
Empr. Estatal	13,6	8,0	(5,6)	Empr. Estrangeira	9,7	4,8	(4,9)	Empr. Nac. Priv.	27	29	2
SETOR											
Constr. e Imob.	28,1	31,5	3,4	Serviços Diversos	149,9	139,2	(10,7)	Comunicações	6	452	446
Transporte	31,9	24,7	(7,2)	Hotelaria e Turismo	20,2	18,1	(2,1)	Ind. Mecânica	51	80	29
Mad. Pap. Gráf. Mób.	14,2	21,5	7,3	Eletricidade	23,2	17,4	(5,8)	Mineração	136	64	28
Bcos. Investimento	26,5	21,4	(5,1)	Ind. Diversas	11,4	11,3	(0,1)	Comércio	47	63	16
Ind. Diversas	27,7	20,6	(7,1)	Mat. Transporte	9,1	10,4	1,3	Bcos. Com. Estatais	48	57	9
Serviços Diversos	27,3	18,0	(9,3)	Têxtil	12,3	10,0	(2,3)	Eletricidade	60	57	(3)
Mat. Transporte	15,3	17,8	2,5	Mad. Pap. Gráf. Mób.	5,9	9,7	3,8	Outr. Prod. Min. N. Met.	18	54	36
Mat. Elétrico	26,4	17,3	(9,1)	Outr. Prod. Min. N. Met.	17,5	9,6	(7,9)	Prod. Alim. Beb. Fumo	43	50	7
Prod. Alim. Beb. Fumo	20,8	17,1	(3,7)	Petróleo	15,1	9,4	(5,7)	Química	47	46	(1)
Têxtil	22,1	16,9	(5,2)	Ind. Mecânica	13,9	9,3	(4,6)	Financeiras	44	44	0
Bcos. Com. Privados	23,1	16,5	(6,6)	Prod. Alim. Beb. Fumo	10,4	9,3	(1,1)	Mat. Elétrico	33	41	8
Hotelaria e Turismo	17,6	16,4	(1,2)	Mat. Elétrico	10,7	8,2	(2,5)	Metalurgia	39	40	1
Financeiras	19,6	15,9	(3,7)	Bcos. Com. Estatais	10,9	8,0	(2,9)	Mat. Transporte	39	40	1
Outr. Ramos Fin.	15,8	15,7	(0,1)	Transporte	8,8	6,9	(1,9)	Têxtil	27	35	8
Seguros	24,9	14,7	(10,2)	Constr. e Imob.	7,4	6,9	(0,5)	Bcos. Com. Privados	29	34	5
Outr. Prod. Min. N. Met.	30,2	14,2	(16,0)	Bcos. Com. Privados	10,5	6,9	(3,6)	Petróleo	23	31	8
Petróleo	21,0	13,7	(7,3)	Bcos. Investimento	9,7	6,3	(3,4)	Bcos. Investimento	28	30	2
Química	15,4	13,4	(2,0)	Química	6,7	6,1	(0,6)	Seguros	17	28	11
Bcos. Com. Estatais	15,9	13,0	(2,9)	Seguros	8,8	5,4	(3,4)	Transporte	15	26	11
Metalurgia	13,1	12,6	(0,5)	Metalurgia	5,3	5,2	(0,1)	Ind. Diversas	22	24	2
Ind. Mecânica	19,1	11,7	(7,4)	Financeiras	6,7	4,8	(1,9)	Mad. Pap. Gráf. Mób.	28	22	(6)
Comércio	17,2	11,5	(5,7)	Outr. Ramos Fin.	5,0	4,3	(0,7)	Hotelaria e Turismo	24	22	(2)
Eletricidade	10,2	8,2	(2,0)	Comércio	4,8	3,4	(1,4)	Serviços Diversos	15	21	6
Mineração	2,4	1,2	(1,2)	Mineração	4,1	1,7	(2,4)	Outr. Ramos Fin.	31	17	(14)
Comunicações	17,0	0,3	(16,7)	Comunicações	65,0	1,2	(63,8)	Constr. e Imob.	24	17	(7)
Siderurgia	5,2	(6,0)	(11,2)	Siderurgia	3,9	(4,9)	(8,8)	Siderurgia	69	NR	NR

Uma outra medida de rentabilidade para o investidor é a porcentagem de lucros pagos como dividendos. Devido ao fato de as empresas desejarem manter aumentos em dividendos acima do aumento geralmente fraco obtido através de lucros líquidos a porcentagem de lucros pagos em dividendos aumentou de 35% em 1978 a 45% em 1979. Todos os grupos de empresas, segundo o controle acionário, experimentaram aumentos entre os dois anos analisados. Ademais, os maiores aumentos verificados ocorreram nos tipos de empresas mais afetadas pelos efeitos contábeis, mas não de caixa, da alta taxa de desvalorização do cruzeiro. Empresas de controle estrangeiro aumentaram a porcentagem de lucro pago em dividendos de 47% em 1978 para 90% em 1979; empresas estatais de 34% para 46%. Instituições financeiras estatais que também não apresentaram um desempenho satisfatório no que se refere a lucro aumentaram seu índice de dividendos de 48% para 57%. Mais modestas no seu índice de dividendos e no seu aumento entre 1978 e 1979, temos as empresas não-financeiras nacionais privadas (de 27% para 29%) e instituições financeiras nacionais privadas (de 29% para 33%). Notamos que 26 companhias abertas pagaram menos que 24% do seu lucro líquido ($1/4 \times (100\% - 5\% \text{ Reserva Legal})$) em dividendos, devido às deduções permitidas para lucros a realizar e reservas de contingências.

Oito setores pagam mais que a metade dos seus lucros em dividendos: comunicações (apenas Telerj), indústria mecânica (apenas 2 empresas), comércio, mineração, bancos comerciais estatais, outros produtos minerais não-metálicos e produtos alimentícios, bebidas e fumo. Os setores que mais aumentaram sua porcentagem foram freqüentemente os que mostraram o menor crescimento em lucros. Somente cinco setores reduziram a porcentagem de lucros pagos em dividendos — outros ramos financeiros, construção e imobiliária, produtos de madeira, eletricidade e química.

Devemos observar que os dados sobre dividendos foram obtidos dos balanços das empresas e notas sobre as Assembléias Gerais Ordinárias. Em alguns casos, as empresas podem declarar dividendos adicionais referentes ao exercício de 1979 subsequente à nossa análise.

IV. MEDIDAS DE AUMENTOS DE CAPITAL

A tendência iniciada em 1978, que indicava ser o mercado primário de ações mais uma reserva para empresas nacionais privadas do que para as empresas estatais e de controle estrangeiro, foi intensificada em 1979. Apesar de o volume total de recursos captados pelas 172 empresas estudadas ter se reduzido em 10%, de Cr\$ 19,6 bilhões em 1978 para Cr\$ 17,6 bilhões em 1979 em termos nominais, a captação de recursos via subscrição pelas companhias abertas nacionais privadas aumentou em 123%, de Cr\$ 5,5 bilhões para Cr\$ 12,3 bilhões em 1979. Como observa-se na Tabela a seguir, este aumento foi mais relevante para as empresas não-financeiras do que para as instituições financeiras.

Quanto menos esta fonte de recursos for utilizada pelas empresas estatais mais elas teriam que gerar maiores recursos internos, adotar uma política de menor taxas de crescimento, ou aceitar uma maior dependência em financiamentos, especialmente em moeda estrangeira. A observação de maior endividamento por parte das empresas estatais reflete, de um lado, a escolha desta estratégia e, de outro, os efeitos da alta desvalorização do cruzeiro em 1979.

Para todas as categorias de empresas, a maior parte dos aumentos de capital é resultante de bonificações em ações, aumentos em valor nominal ou correção monetária do capital com ações sem valor nominal. Estas alternativas não são diferenciadas na listagem de bonificações no quadro de empresas. No total, outros aumentos, que não subscrições, foram 2,5 vezes em 1978 e 15,4 vezes em 1979 o valor da captação de recursos por subscrição.

TABELA 1 — Captação via Subscrições

Número de Empresas	Tipo de Empresa	Subscrições Realizadas		Variação
		1978	1979	
75	Não-Financeira Nacional Privada	1,6	4,6	183
54	Instituição Financeira Nacional Privada	3,9	7,6	97
10	Não-Financeira Estatal	7,9	4,6	- 41
14	Instituição Financeira Estatal	6,0	0,8	- 87
18	Controle Estrangeiro	0,2	0,0	- 100
172	Total	19,6	17,6	- 10

V. MEDIDAS DE ESTRUTURA FINANCEIRA DAS EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS

ENDIVIDAMENTO

O endividamento de empresas não-financeiras aumentou de 76% para 103% do seu patrimônio líquido em 1979. Em grande parte, o aumento foi mais evidenciado nas empresas que sofreram os efeitos da má desvalorização do cruzeiro de 7 de dezembro de 1979, devido aos grandes empréstimos em moeda estrangeira no seu exigível. Por exemplo, o grau de endividamento das empresas estatais aumentou de 79% para 113%, e das empresas de controle estrangeiro de 71% para 85%. Em contraste, o grau de endividamento das empresas nacionais privadas cresceu apenas de 68% para 72%.

Os 5 setores com endividamento maior do que seu patrimônio líquido são: transporte, siderurgia, petróleo, material elétrico e construção e imobiliária. Mais significativo foi o aumento no setor de petróleo, dominado pela Petrobrás, que teve seu grau de endividamento aumentado de 80% para 126%. Somente 4 setores, dos 20 estudados, indicaram reduções no seu nível de endividamento. São eles: material elétrico, serviços diversos, produtos de madeira e indústrias diversas.

QUADRO 3 — Resumo das Medidas de Estrutura Financeira de Empresas Não-Financeiras

(em %)

	Exigíveis/Patrimônio Líquido		Exigíveis Longo Prazo/Exigíveis Totais		EMPR. NÃO-FIN.		EMPR. NÃO-FIN.		Cobertura de Despesas Financeiras		Liquidez Corrente				
	78	79	78	79	48	44	4	(4)	319	105	(214)	78	79	Δ	
															Δ
EMPR. NÃO-FIN.	76	103	27	EMPR. NÃO-FIN.	48	44	(4)	EMPR. NÃO-FIN.	319	105	(214)	EMPR. NÃO-FIN.	125	108	(17)
Estatais	79	113	34	Estatais	53	48	(5)	Estrangeiras	316	280	(36)	Estrangeiras	171	148	(23)
Estrangeiras	71	85	14	Nacionais Privadas	34	31	(3)	Nacionais Privadas	354	242	(112)	Nacionais Privadas	158	147	(11)
Nacionais Privadas	68	72	4	Estrangeiras	23	21	(2)	Estatais	307	77	(230)	Estatais	109	96	(13)
Transporte	158	184	26	Eleticidade	78	73	(5)	Ind. Diversas	806	1273	467	Ind. Diversas	264	286	22
Siderurgia	144	181	37	Comunicações	52	63	11	Outr. Prod. Min. N. Met.	938	664	(274)	Serviços Diversos	267	232	(35)
Petróleo	80	126	46	Mineração	64	62	(2)	Comércio	213	631	418	Constr. e Imob.	223	216	(7)
Mat. Elétrico	139	124	(15)	Siderurgia	65	62	(3)	Têxtil	469	503	34	Hotelaria e Turismo	208	204	(4)
Constr. e Imob.	114	114	0	Transporte	45	47	2	Prod. Alim. Beb. Fumo	937	446	(491)	Têxtil	187	198	11
Eleticidade	68	95	27	Constr. e Imob.	44	46	2	Ind. Mecânica	554	421	(133)	Mat. Elétrico	186	190	4
Química	80	90	10	Serviços Diversos	57	41	(16)	Metalurgia	150	407	257	Ind. Mecânica	347	174	(173)
Mat. Transporte	72	84	12	Mat. Elétrico	26	34	8	Mat. Transporte	332	361	29	Outr. Prod. Min. N. Met.	212	174	(38)
Mineração	71	79	8	Mad. Pap. Gráf. Mób.	39	34	(5)	Química	373	355	(18)	Metalurgia	168	161	(7)
Metalurgia	75	76	1	Ind. Mecânica	34	25	(9)	Mat. Elétrico	302	337	35	Mad. Pap. Gráf. Mób.	167	160	(7)
Comércio	65	75	10	Mat. Transporte	36	25	(11)	Serviços Diversos	298	334	36	Mat. Transporte	192	155	(37)
Ind. Mecânica	47	74	27	Têxtil	18	22	4	Hotelaria e Turismo	437	314	(123)	Comércio	138	144	6
Prod. Alim. Beb. Fumo	60	67	7	Ind. Diversas	24	20	(4)	Mad. Pap. Gráf. Mób.	209	282	73	Química	160	143	(17)
Mad. Pap. Gráf. Mób.	70	65	(5)	Petróleo	21	18	(3)	Petróleo	5814	246	(5568)	Prod. Alim. Beb. Fumo	128	119	(9)
Têxtil	53	53	0	Outr. Prod. Min. N. Met.	14	16	2	Constr. e Imob.	419	166	(253)	Petróleo	122	112	(10)
Hotelaria e Turismo	34	51	17	Prod. Alim. Beb. Fumo	19	15	(4)	Transporte	688	149	(539)	Transporte	109	110	1
Outr. Prod. Min. N. Met.	41	49	8	Química	17	14	(3)	Mineração	70	76	6	Mineração	91	85	(6)
Ind. Diversas	50	45	(5)	Comércio	11	12	1	Eleticidade	237	55	(182)	Siderurgia	109	73	(36)
Comunicações	30	43	13	Hotelaria e Turismo	0	12	12	Comunicações	202	39	(163)	Eleticidade	79	61	(18)
Serviços Diversos	25	18	(7)	Metalurgia	17	9	(8)	Siderurgia	155	28	(127)	Comunicações	39	37	(2)

ESTRUTURA DO ENDIVIDAMENTO

Nas terceira e quarta colunas do Quadro 3, observamos a porcentagem de exigíveis de longo prazo, convencionalmente com prazo maior do que um ano para resgate. Todas as empresas mostraram tendências a diminuir seu endividamento. A porcentagem de exigíveis de longo prazo caiu de 48% para 44%, evidenciando-se mais nas empresas com maior grau de endividamento — as estatais, uma redução de 53% para 48%. Já para as empresas nacionais privadas, a queda foi menor (de 34% para 31%). Em contrapartida, as empresas de controle estrangeiro, que evidentemente têm maior flexibilidade na rotatividade de seus financiamentos de curto prazo, apresentam a menor porcentagem de exigíveis de longo prazo (21% em 1979) e o menor decréscimo desde 1978 (2%).

Doze dos 20 setores estudados mostraram quedas na relação entre exigíveis de longo prazo e exigíveis totais. Reduções acima de 10% na relação foram verificadas em serviços diversos e material de transporte. Em contraste, hotelaria e turismo e comunicações indicaram aumentos maiores do que 10% na relação.

Os setores que revelam a maior relação entre exigíveis a longo prazo e exigíveis totais são os que investem principalmente em projetos de longa duração. Eletricidade, comunicações, mineração e siderurgia têm mais da metade de seu exigível em financiamentos de longo prazo. Nove setores têm menos que um quarto do seu exigível em financiamentos de longo prazo. Para setores como indústria têxtil, petróleo, indústrias diversas, outros produtos minerais não-metálicos, produtos alimentícios, bebidas e fumo, química, comércio, hotelaria e turismo e metalurgia, mais do que 75% das suas obrigações vencerão no prazo de um ano. Obviamente, setores com esta estrutura terão maiores possibilidades de serem atingidos pelas restrições referentes a expansão de crédito impostas para 1980.

COBERTURA DE DESPESAS FINANCEIRAS

Esta medida mostra os recursos disponíveis gerados pela empresa para pagamento de despesas financeiras do ano. Notamos que despesas financeiras incluem correção monetária e variação cambial, freqüentemente amortizadas apenas em exercícios futuros, apesar de constarem do demonstrativo de lucros e prejuízos do ano em que o ajuste ocorre. Um valor de 100% indica que os recursos gerados são apenas suficientes para pagar as despesas financeiras registradas.

Apesar de a cobertura agregada de despesas financeiras para as empresas estudadas ter sido de somente 105%

em 1979, as empresas privadas e a maioria (14) dos setores observados tiveram índices de cobertura acima de 200%. Em contraste, as empresas estatais tiveram seu índice de cobertura reduzido de 307% em 1978 para 77% em 1979, e os setores de mineração, eletricidade, comunicações e siderurgia tiveram índices abaixo de 100%. De modo geral, este fato não gerou crises nas empresas destes setores, uma vez que seus exigíveis têm uma alta proporção de longo prazo com ajustes cambiais pagáveis em exercícios futuros. Entre setores de domínio privado aqueles que têm a maior proporção do seu exigível a longo prazo — transporte e construção e imobiliária revelaram índices abaixo de 200%.

Apesar do efeito contrário do aumento na taxa de inflação e da desvalorização cambial, 8 dos 20 setores estudados indicaram aumentos nos seus índices. Os mais destacados foram indústrias diversas, comércio e produtos de madeira.

LIQUIDEZ CORRENTE

O índice de liquidez corrente mede a adequabilidade do ativo circulante para saldar os exigíveis de curto prazo. Da mesma forma que os outros indicadores de estrutura financeira, o índice de liquidez corrente também agravou-se em 1979, caindo de 125% a 108%. Somente 3 dos 20 setores examinados atualmente têm índices acima de 200% (indústrias diversas, serviços diversos, construção e imobiliária e hotelaria e turismo), 12 têm índices entre 100% e 200% e, novamente, 4 setores de domínio estatal e com alto grau de investimento em ativo imobilizado têm índices menores do que 100% — comunicações, eletricidade, siderurgia e mineração.

Quinze setores revelaram uma queda neste índice, sendo mais evidenciada nos setores indústria mecânica, outros produtos minerais não-metálicos, material de transporte, siderurgia e serviços diversos. Os 5 setores com aumentos no indicador foram indústrias diversas, têxtil, comércio, material elétrico e transporte.

VI. MEDIDAS DE DESEMPENHO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

O Quadro 4 apresenta um resumo dos indicadores de desempenho financeiro das diferentes classes de instituições financeiras de capital aberto. A captação de recursos do público por parte das instituições financeiras foi negativa em termos reais durante 1979 (74% contra a inflação de 77% entre dezembro de 1978 e dezembro de 1979). Entre as classes de instituições, somente a captação dos bancos comerciais estatais superou este índice. A queda na importância das financeiras foi indicada pelo fato de sua captação ter aumentado somente 38% para as empresas observadas.

QUADRO 4 – Resumo das Medidas de Desempenho de Instituições Financeiras

(em %)

	Aumento em Captação do Público			Captação/Patr. Líq.		
	79/78			78	79	Δ
INST. FINANCEIRAS	74		INST. FINANCEIRAS	312	331	19
Bcos. Com. Estatais	85		Financeiras	659	557	(102)
Seguros	77		Bcos. Com. Privados	530	517	(13)
Bcos. Investimento	73		Bcos. Investimento	403	409	6
Bcos. Com. Privados	70		Outr. Ramos Fin.	227	237	10
Outr. Ramos Fin.	65		Bcos. Com. Estatais	204	236	32
Financeiras	38		Seguros	51	56	5

	Captação/Empréstimos				Bacen e Recursos Oficiais/Empréstimos		
	78	79	Δ		78	79	Δ

XII

INST. FINANCEIRAS	53	54	1	INST. FINANCEIRAS	30	26	(4)
Bcos. Com. Privados	87	96	9	Outr. Ramos Fin.	52	53	1
Financeiras	88	86	(2)	Bcos. Com. Estatais	36	28	(8)
Bcos. Investimento	55	63	8	Bcos. Com. Privados	26	25	(1)
Outr. Ramos Fin.	58	49	(9)	Bcos. Investimento	22	23	1
Bcos. Com. Estatais	35	35	0	Financeiras	2	1	(1)

	Recursos Externos/Patr. Líq.				Remun. Emprést.	Custo Recursos Remunerados	Diferencial
	78	79	Δ		79	79	79

INST. FINANCEIRAS	93	107	14	INST. FINANCEIRAS	23,0	20,0	3,0
Bcos. Com. Privados	161	154	(7)	Outr. Ramos Fin.	65,5	55,6	9,9
Outr. Ramos Fin.	88	142	54	Financeiras	45,7	34,8	10,9
Bcos. Investimento	136	173	37	Bcos. Investimento	44,7	29,4	15,3
Bcos. Com. Estatais	66	87	21	Bcos. Com. Privados	27,1	18,4	8,7
Financeiras	0	0	0	Bcos. Com. Estatais	17,6	16,5	1,1
Seguros	0	0	0				

Apesar do relativamente fraco desempenho de captação em 1979, a relação entre captação e patrimônio líquido das instituições financeiras aumentou de 312% para 331% em 1979, indicando que o patrimônio líquido agregado das instituições financeiras cresceu ainda mais lentamente do que a captação. O aumento foi mais evidenciado em bancos comerciais estatais, o que não ocorreu para as financeiras e os bancos comerciais privados, onde a relação diminuiu.

A lenta evolução de captação evidentemente não foi substituída para a obtenção de recursos alternativos com a finalidade de expandir a base de crédito. A relação entre captação e empréstimos aumentou apenas marginalmente de 53% para 54% nos dois anos mais recentes. Os bancos comerciais privados e os bancos de investimento mostraram aumentos relativamente significativos de 9% e 8% na relação. O aumento verificado em bancos de investimento pode ser atribuído ao aumento na relação entre recursos externos e patrimônio líquido (de 136% para 173%). Já o aumento dos bancos comerciais privados deve-se à redução na relação entre encaixe e depósitos à vista, de 52% em 1978 para 45% em 1979. Outros ramos financeiros tiveram uma redução maior na relação entre captação e empréstimos, devido à crescente importância da única empresa de *leasing* incluída no setor.

Fontes estrangeiras de recursos tiveram fortes aumentos em relação ao patrimônio líquido para 3 classes de instituições financeiras — outros ramos financeiros, bancos de investimento e bancos comerciais estatais. A queda aparente neste índice para bancos comerciais privados poderia ser anulada, se o balanço divulgado pelo Banco Comind não fosse tão resumido.

Os recursos do Banco Central e de instituições financeiras oficiais continuaram relativamente estáveis em relação ao empréstimo para todas as classes de instituições financeiras, com exceção dos bancos comerciais estatais, onde verificou-se uma queda de 36% para 28% para os 13 bancos comerciais estatais estudados.

O diferencial relativamente forte entre a remuneração de empréstimos e o custo de recursos dos bancos comerciais em relação aos outros tipos de instituições financeiras é originário das aplicações compulsórias dos bancos e das fontes de recursos subsidiados, que não são disponíveis em tão grandes volumes às outras classes de instituições. Por exemplo, a relação entre fontes oficiais e empréstimos de financeiras era somente de 1% ao fim de 1979. Para os bancos de investimento, a relação se assemelha aos bancos comerciais, mas os recursos oferecidos são geralmente repasses com condições mais próximas às do mercado e geralmente não incluem, por exemplo, recursos do Banco Central. A maior margem entre taxas de remuneração e custo de recursos verificou-se nos bancos de investimento (15,3%) e em financeiras (10,9%). Os bancos comerciais privados podem sustentar um menor diferencial (8,7%) em 1979, devido à sua grande

captação de depósitos à vista que não são incluídos no cálculo de custo efetivo de recursos. Naturalmente, esta vantagem é, em parte, contrabalançada pelos maiores custos administrativos que bancos comerciais necessitam absorver para processar depósitos à vista. Os bancos comerciais estatais convivem com uma margem ainda mais estreita (1,1%), mas têm uma dupla vantagem: seus depósitos a prazo e recursos externos são fontes de financiamento menos importantes do que para instituições financeiras privadas; além disso, os recursos próprios destes bancos são também mais importantes em relação aos financiamentos do que para instituições financeiras privadas.

Em relação a 1978, os bancos comerciais estatais foram a única categoria que mostrou uma queda na margem entre remuneração e custo. Notamos que apesar disto, sua dependência de recursos sem custo, depósitos à vista e patrimônio líquido permitiram que estes bancos tivessem um maior aumento em lucro líquido em 1979 do que os bancos comerciais privados e financeiras. Evidentemente, a capacidade de aumentar a margem entre remuneração de empréstimos e o custo de recursos foi mais benéfica para os bancos de investimento que operam sem depósitos à vista, pois obtiveram um aumento na captação do público próximo à taxa de inflação e elevaram a participação relativa em suas fontes de recursos do exterior.

VII. CONCLUSÕES

O ano de 1979 foi desfavorável no que se refere a resultados divulgados por companhias abertas não devido aos efeitos de uma política econômica que reduziria a atividade econômica, mas devido às políticas governamentais que reduziram efetiva ou contabilmente os resultados de empresas. Uma vez que esperava-se que várias das medidas adotadas acontecessem apenas uma vez, tais como o aumento na alíquota do Imposto de Renda e a maxidesvalorização do cruzeiro, a remuneração do acionista via dividendos não foi tão contrariamente afetada como o foram os lucros. O aumento real em vendas e o crescimento econômico verificado permitiram que os empresários acreditassem que as adversidades de 1979 eram temporárias. Adicionalmente, medidas que produziram resultados contábeis desfavoráveis, em alguns casos, não influenciaram a posição de caixa da empresa. O pior desempenho de empresas de controle estrangeiro e estatal refletiu-se, em grande parte, nas perdas absorvidas imediatamente, devido à alta desvalorização do cruzeiro durante o ano, mas que serão recuperadas em anos futuros.

A regulamentação dos mercados financeiros não atingiu ainda o objetivo de estreitar as margens de instituições financeiras entre a remuneração de empréstimos e o custo de recursos remunerados. Também não reduziu a entrada relativa de recursos externos às instituições financeiras. O maior impacto parece ter-se refletido na redução da capaci-

dade das instituições na captação de recursos remunerados do público, que começou a buscar aplicações alternativas compensatórias para a inflação.

Existem setores em que o ano de 1979 foi excepcionalmente bom. Destacamos os produtos de madeira e material de transporte. Estes setores foram capazes, para as companhias abertas estudadas, de obter um crescimento suficiente para compensar a inflação e o reinvestimento de lucros, e ainda mostraram um fortalecimento da maioria de seus índices financeiros. Revelando as maiores dificuldades devido a uma mistura de razões reais e contábeis, temos os setores de domínio governamental como siderurgia, mineração e comunicações.

APÊNDICE: DESCRIÇÃO DOS INDICADORES

A. DESEMPENHO DAS COMPANHIAS (EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS E INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS)

Indicador 1: Receitas Operacionais (1979)

Neste indicador foi utilizado, para as empresas não-financeiras, o valor apresentado no demonstrativo das vendas de bens e serviços líquidos, ou seja, após a dedução do IPI. Para as empresas do setor eletricidade, o conceito de receitas operacionais é igual ao valor da receita de exploração bruta; no entanto, para as instituições financeiras, o valor de receitas operacionais é igual à soma de receitas de operações de crédito, receitas de serviços bancários e de câmbio, receita de valores mobiliários e investimento, e outras receitas operacionais. Vale ressaltar, contudo, que tanto as receitas de valores mobiliários quanto os investimentos são abatidos de suas perdas.

Indicador 2: VA% – Variação Percentual das Receitas Operacionais

$$\left(\frac{\text{Receitas Operacionais 1979}}{\text{Receitas Operacionais 1978}} \times 100 \right) - 100$$

O cálculo utilizado no indicador baseia-se em dados arredondados para Cr\$ 100.000,00.

Indicador 3: Lucro Líquido (1979)

O conceito aqui utilizado foi o de lucro líquido definido pelo artigo 191 da Lei 6.404/76, e não mais o de lucro antes da correção monetária, em números anteriores.

Indicador 4: VA% – Variação Percentual do Lucro Líquido

Este indicador foi calculado da seguinte forma:

$$\left(\frac{\text{Lucro Líquido 1979}}{\text{Lucro Líquido 1978}} \times 100 \right) - 100$$

O cálculo deste indicador baseia-se em dados arredondados para Cr\$ 100.000,00.

Este cálculo não pode ser adotado caso as demonstrações para o ano de 1978 apresentarem lucro nulo ou prejuízos. Desta forma, aplica-se a abreviatura NR (não relevante) na coluna. Caso a provisão para o Imposto de Renda não apareça para um dos períodos, o cálculo é estimado com base na relação Imposto de Renda/lucro líquido de períodos aproximados, onde houve uma provisão para Imposto de Renda. Assim, marca-se, de acordo com o símbolo indicado no Quadro de Convenções, antes do mês, se o ajuste refere-se ao ano de 1978, após o mês, se diz respeito ao ano de 1979, e de ambos os lados quando houver ajuste para os dois períodos.

Indicador 5: Dividendos (1979)

Neste indicador apresentamos o valor dos dividendos e bonificações em dinheiro, pagos em milhões de cruzeiros, relativos aos exercícios findos entre novembro do ano x e abril do ano x + 1. Vale ressaltar que os dividendos se referem ao período de operações mencionado acima, mas podem ser pagos no exercício seguinte. No que diz respeito às empresas que pagam seus dividendos semestralmente, os dividendos dos dois semestres, para efeito de nossa análise, foram somados, fornecendo, assim, um cálculo anual. Foram incluídos os dividendos dos exercícios findos entre maio e outubro do ano x como pertencentes ao exercício findo entre novembro do ano x e abril do ano x + 1.

Indicador 6: VA% – Variação Percentual dos Dividendos

Este indicador mostra o aumento percentual de dividendos de 1979 sobre os de 1978.

$$\left(\frac{\text{Dividendos 1979}}{\text{Dividendos 1978}} \times 100 \right) - 100$$

As cifras utilizadas neste indicador foram arredondadas para Cr\$ 100.000,00. Quando não dispusemos de dados sobre os dividendos no período 1978 e/ou 1979, o indicador é representado pela abreviatura ND (não disponível). Se os dividendos não foram pagos para o ano de 1978, o indicador será NR, uma vez que o cálculo é impossível.

Indicador 7: Investimentos Imobiliários (aplicado somente às empresas não-financeiras – 1979)

Os dados sobre novas aplicações brutas em imobilização técnica foram obtidos do demonstrativo de origens e aplicações de recursos da empresa. Para os semestres findos entre novembro do ano x e abril do ano x + 1, foram realizados os mesmos ajustes no demonstrativo de origens e aplicações de recursos descritos anteriormente para o demonstrativo de lucros e prejuízos.

A abreviatura ND consta na coluna sempre que as empresas não apresentaram informações para qualquer dos anos por nós analisados. Sendo assim, os dados sobre a empresa não foram incluídos nos totais de setor, controle e tipo de empresa.

Indicador 7: Captação Total (aplicado somente às instituições financeiras – 1979)

Este indicador refere-se à captação total de recursos públicos. Para as várias categorias de instituições financeiras, os recursos captados do público estão assim denominados:

- a) Bancos Comerciais: depósitos à vista e a prazo;
- b) Financeiras: títulos cambiais;
- c) Bancos de Investimento: depósitos a prazo e letras de câmbio;
- d) Seguradoras e Companhias de Capitalização: reservas técnicas; e
- e) Sociedades de Crédito Imobiliário: cadernetas de poupança e letras imobiliárias.

Indicador 8: VA% – Variação Percentual dos Novos Investimentos em Ativo Imobilizado (aplicado somente às empresas não-financeiras)

$$\left(\frac{\text{Novos Investimentos em Ativo Imobilizado 1979}}{\text{Novos Investimentos em Ativo Imobilizado 1978}} \times 100 \right) - 100$$

Observe-se que, se o numerador ou o denominador não apresentaram o valor, a abreviatura NR aparecerá na coluna.

Indicador 8: VA% – Variação Percentual da Captação Total (aplicado somente às instituições financeiras)

Este indicador refere-se à variação percentual da captação obtida do público e foi calculada da seguinte forma:

$$\left(\frac{\text{Captações Totais 1979}}{\text{Captações Totais 1978}} \times 100 \right) - 100$$

As cifras utilizadas para calcular o indicador foram arredondadas para Cr\$ 100.000,00.

Indicador 9: Subscrições (1979)

Neste indicador apresentamos o valor total de recursos levantados por subscrição de novas ações, para o exercício em questão, sendo que o valor das subscrições inclui ágio. Se uma subscrição autorizada não está totalmente realizada, consideramos somente o valor da subscrição realizada até a data de encerramento do balanço. O restante da subscrição seria incluído no exercício posterior, se subscrito.

Indicador 10: Bonificações (1979)

Este indicador apresenta, em milhões de cruzeiros, o valor do aumento de capital para o último exercício, sob a forma de bonificação. Foram também incluídos como boni-

ficações os aumentos de capital via emissão de novas ações (número emitido multiplicado pelo valor nominal), via aumento no valor nominal por ação (aumento em valor nominal multiplicado pelo número de ações existentes) e via incorporação de reservas, no caso de ações sem valor nominal. As bonificações aprovadas durante um exercício, mas não incorporadas no capital ao fim do exercício, constam do exercício seguinte.

Indicador 11: Número de Ações (1979)

Este indicador apresenta, em milhões de cruzeiros o número de ações subscritas ao fim do período novembro 1979/abril 1980. Levamos em consideração apenas as ações totalmente subscritas ao fim do período.

Indicador 12: Lucro Líquido/Ação (1979)

Neste indicador o lucro líquido, já definido anteriormente, foi dividido pelo número de ações subscritas ao fim do período. O valor das ações em tesouraria foi retirado do número total de ações.

Indicador 13: Valor Patrimonial (1979)

Este indicador, que apresenta o valor do patrimônio líquido por ação, foi calculado a partir da divisão do valor de patrimônio líquido, no fim do período, pelo número de ações subscritas ao fim do período menos o número de ações em tesouraria (caso houvesse).

B. DESCRIÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS DE EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS

MEDIDAS DE RENTABILIDADE

Indicadores 1 e 2: Lucro Líquido/Patrimônio Líquido (1978 e 1979)

Estes indicadores medem o retorno e mostram o valor do lucro obtido por cruzeiro investido pelo acionista, diretamente ou através de reinvestimento de lucro, já reajustado de acordo com a inflação. Vale lembrar que o lucro líquido foi anteriormente definido no Indicador 3 da seção A.

O patrimônio líquido, constituído por capital, reservas, lucros ou prejuízos acumulados menos ações em tesouraria, foi aqui considerado como o resultado da média do início e fim de cada exercício.

Se o patrimônio líquido para 1977 não se encontrava disponível para 1978, aplicou-se a abreviatura ND no Indicador 1.

Indicadores 3 e 4: Lucro Líquido/Receitas Operacionais (1978 e 1979 – em %)

Estes indicadores foram calculados pela simples divisão do lucro líquido pelas receitas operacionais – definidos pelos Indicadores 3 e 1, respectivamente, da seção A – e mostram o lucro gerado por cruzeiro de vendas.

TODOS OS DIAS MOVE VÁRIAS AÇÕES CONTRA A INFLAÇÃO

A Nova América tem mais de 50 anos. E durante esse tempo todo nunca deixou de distribuir

dividendos aos acionistas. Nem durante a guerra, nem durante as crises políticas, econômicas ou sociais. Agora no primeiro semestre de 1980 estará sendo pago o dividendo n.º 101.

São, portanto, mais de 100 semestres ou meio século de participação desses acionistas nos bons resultados da empresa. E esta participação vai crescer. No último exercício o lucro por ação foi de Cr\$ 0,348, mas a Nova América não se contentou com esse número. Por isso, iniciou uma série de medidas industriais e econômicas para mover suas ações contra a inflação. Estabeleceu um programa de redução de custos e diversificou a linha de produção e comercialização. Resultado: não só os têxteis para fins industriais registraram um aumento anual de 105% no volume produzido, como as exportações subiram 56% de 78 para 79. É assim que uma empresa 100% brasileira entra na década de 80 entre as mais expressivas indústrias de fiação e tecelagem da América Latina. Com um capital de Cr\$ 591 milhões, em que apenas 20% são subscritos pelos acionistas, com o valor patrimonial de Cr\$ 5,49 por ação e com uma série de medidas para mover cada uma dessas ações contra a inflação. Isso só pode dar bons resultados a todo pano.

A NOVA AMÉRICA

ÇÕES ÇÃO.



NOVA AMÉRICA

**SEMPRE UMA
BOA AÇÃO CONTRA
A INFLAÇÃO.**

Indicadores 5 e 6: Dividendos/Lucro Líquido (1978 e 1979 – em %)

Com estes indicadores podemos verificar a percentagem do lucro líquido pago aos acionistas sob a forma de dividendos.

Nos casos em que as informações sobre dividendos não estavam disponíveis, utilizou-se a abreviatura ND junto ao indicador. Da mesma forma, a abreviatura NR é aplicada ao indicador, caso o lucro líquido seja igual ou menor que zero.

MEDIDAS DE ESTRUTURA FINANCEIRA

Indicadores 7 e 8: Exigíveis/Patrimônio Líquido (1978 e 1979 – em %)

Estes indicadores mostram o grau de endividamento da empresa, por meio da relação entre recursos de terceiros e recursos próprios.

Como exigíveis, incluem-se todos os itens de dívidas, quer de fornecedores ou de financiamentos de instituições financeiras ou das afiliadas, quer de montantes devidos a impostos, encargos sociais e outros débitos. Vale registrar que tratamos aqui de exigíveis de curto e de longo prazo. As provisões específicas, tais como provisão para devedores duvidosos, foram retiradas dos exigíveis ou do patrimônio líquido e subtraídas do ativo. Por exemplo, para uniformizar o tratamento de provisão para o ICM – Imposto sobre Circulação de Mercadorias –, que às vezes aparece como única dedução do ativo e às vezes como conta de exigíveis, esta provisão foi sempre alocada no exigível de curto prazo.

Indicadores 9 e 10: Exigíveis a Longo Prazo/Exigíveis Totais (1978 e 1979 – em %)

Nestes indicadores foi incluído o total dos exigíveis a longo prazo como percentual dos exigíveis totais. Com a Lei das Sociedades Anônimas, os exigíveis de longo prazo passaram a ser resgatados dentro de um prazo maior do que um ano.

Indicadores 11 e 12: Cobertura das Despesas Financeiras (1978 e 1979 – em %)

Estes indicadores mostram até que ponto os resultados de operações gerados pela empresa (antes do Imposto de Renda e distribuições) cobrem suas despesas financeiras.

Estes indicadores, que medem a capacidade de a empresa atender suas despesas financeiras, foi calculado pela soma dos itens despesas financeiras, ajuste de correção monetária, provisão para Imposto de Renda, contribuições e participações e lucro líquido, sendo posteriormente dividida pelo total de despesas financeiras e multiplicada por 100.

No item despesas financeiras foram incluídos a correção monetária e o ajuste cambial de financiamentos, que em parte serão pagos em exercícios futuros. Muitas empresas apresentam apenas despesas financeiras líquidas de receitas financeiras, o que implica uma supervalorização destes indicadores. Quando não dispusemos de dados sobre receitas financeiras, o indicador foi assinalado com um L, refletindo, neste caso, que a empresa ou não tem receitas financeiras ou suas despesas financeiras divulgadas são líquidas das receitas financeiras.

Indicadores 13 e 14: Liquidez Corrente (1978 e 1979 – em %)

Estes indicadores permitem constatar a capacidade que a empresa tem de atender seus exigíveis de curto prazo.

Como liquidez corrente considera-se o ativo disponível mais o realizável a curto prazo (ativo circulante), dividido pelo exigível a curto prazo (passivo circulante) e multiplicado por 100.

Indicadores 15 e 16: Ativo Permanente/Patrimônio Líquido (1978 e 1979 – em %)

A relação ativo permanente/patrimônio líquido ao fim de um exercício indica até que ponto a correção monetária do patrimônio líquido e ativo permanente será um fator significativo na determinação do lucro líquido daquele exercício. Se o valor excede 100%, a correção será negativa e aumentará o lucro líquido, no entanto, se for menor que 100%, a correção causará uma redução do lucro.

O ativo permanente é composto por investimentos, imobilizado líquido de depreciações e ativo diferido. O quociente da divisão do ativo permanente pelo patrimônio líquido – este último definido no Indicador 2 desta seção – foi multiplicado por 100.

Indicadores 17 e 18: Investimentos/Ativo Imobilizado (1978 e 1979 – em %)

Estes indicadores permitem verificar o grau de estruturação da empresa para que possamos determiná-la como *holding* ou operacional. Se apresenta um índice superior a 100%, isto indica que a empresa detém mais ativos na forma de investimentos financeiros do que na forma de ativos fixos. Já no caso de o índice ser inferior a 100%, revela a predominância de ativos operacionais.

No item investimentos foram incluídas as participações societárias mais os outros investimentos do ativo permanente, estando o ativo imobilizado líquido de depreciações. O resultado da divisão destes dois itens foi multiplicado por 100.

MEDIDA DE GIRO

Indicadores 19 e 20: Receitas Operacionais/Ativo Total (1978 e 1979 – em %)

Estes indicadores revelam a intensidade do giro dos ativos da empresa na geração de vendas. Um alto valor indica o alto giro dos ativos da empresa para gerar vendas. Já um baixo valor pode indicar não só uma atividade que requer o uso de grande quantidade de ativos para gerar vendas, mas também atividades não-operacionais onde os ativos da empresa são significativamente utilizados.

Vale lembrar que o conceito de Receitas Operacionais foi definido anteriormente no Indicador 1 da seção A. O ativo total representa o somatório de todas as contas que compõem o ativo do balanço. O produto da divisão destes dois itens foi multiplicado por 100.

C. DESCRIÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

MEDIDAS DE RENTABILIDADE

Os Indicadores 1, 2, 3, 4, 5 e 6 são os mesmos definidos para as Empresas Não-Financeiras.

MEDIDAS DE LIQUIDEZ

Indicadores 7 e 8: Depósitos a Prazo/Depósitos Totais (1978 e 1979 – em %)

Estes indicadores mostram a percentagem de depósitos totais representados por depósitos a prazo. Caso o balanço não tenha apresentado discriminação entre depósitos à vista e a prazo, a abreviatura NR é aplicada.

Este indicador só é útil para bancos comerciais, uma vez que as outras instituições não aceitam depósitos à vista.

Indicadores 9 e 10: Encaixe/Depósitos à Vista (1978 e 1979 – em %)

Este indicador mostra os ativos líquidos de instituições financeiras em relação aos depósitos à vista.

Como encaixe, temos nestes indicadores a soma dos ativos líquidos com o recolhimento no Banco Central. Caixa, Banco do Brasil, conta depósitos, LTN, títulos federais de curto prazo, banco conta movimento, cheques e ordens de pagamento, depósitos no Banco Central, depósito em moeda estrangeira no Banco Central, recursos da Resolução nº 63, outros depósitos bancários e títulos à ordem do Banco Central foram incluídos em ativos líquidos. Para as instituições financeiras que não apresentam depósitos à vista estes indicadores trarão sempre abreviatura NR.

MEDIDAS DE FINANCIAMENTO

Indicadores 11 e 12: Captação Total/Patrimônio Líquido (1978 e 1979 – em %)

Estes indicadores representam a relação entre recursos captados junto ao público e patrimônio líquido. Vale lem-

brar que o conceito de captação já foi mencionado no Indicador 7 da seção A.

Indicadores 13 e 14: Recursos Externos/Patrimônio Líquido (1978 e 1979 – em %)

Estes indicadores mostram a relação entre recursos externos e patrimônio líquido. No item recursos externos, foram incluídas as obrigações específicas no exterior e em moeda estrangeira, o que não ocorre com as obrigações diversas em moeda estrangeira. O conceito de patrimônio líquido foi definido no Indicador 2 da seção B.

Indicadores 15 e 16: Banco Central/Empréstimos (1978 e 1979 – em %)

Nestes indicadores é apresentado, como percentual de empréstimos, o total dos descontos e empréstimos do Banco Central às instituições financeiras. No item Banco Central foram incluídos descontos rurais e financiamentos permitidos pelas Resoluções nº 398 e nº 329.

No item empréstimos foram incluídos todos financiamentos concedidos e adiantamentos sobre câmbio e adiantamentos a depositantes.

Indicadores 17 e 18: Outros Recursos Oficiais/Empréstimos (1978 e 1979 – em %)

Aqui encontramos o total dos recursos oficiais como percentagem dos empréstimos. O item recursos oficiais é composto por todas as obrigações contraídas com instituições financeiras no país e mais as obrigações por recebimentos especiais. Como obrigações por recebimentos especiais incluem-se os recebimentos de tributos, contribuições sociais, recebimentos por conta do Tesouro Nacional, instituições de previdência social, recebimento de impostos estaduais e municipais, depósito obrigatório, FGTS, CEF e PIS, e fundo de financiamento e desenvolvimento.

Indicador 19: Custo de Recursos (1979 – em %)

Este indicador mede a taxa média paga pela instituição sobre seus recursos remunerados. O custo de recursos representa a conta despesas de depósitos e obrigações, a qual foi dividida pela média dos seguintes recursos ao início e fim de 1979: depósitos a prazo, descontos e empréstimos do Banco Central, obrigações com instituições financeiras no país e obrigações em moeda estrangeira. O indicador estará supervalorizado para a instituição caso existam outros exigíveis com custos financeiros.

Indicador 20: Remuneração dos Empréstimos (1979 – em %)

Este indicador, que mede a remuneração média dos empréstimos concedidos pela instituição, expressa a relação percentual entre o total das receitas de operações de crédito e a média dos empréstimos ao início e fim de 1979.

INDICADORES FINANCEIROS DE COMPANHIAS ABERTAS – INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

Empresas	Mês	DESEMPENHO DAS COMPANHIAS EM 79/78												
		Receitas Operacionais	VA%	Lucro Líquido	VA%	Dividendos	VA%	Depósitos	VA%	Subscr.	Bonif.	Nº Ações Fin.	Lucro Líq./ Ação	Valor Patrimonial
		79	79/78	79	79/78	79	79/78	79	79/78	79	79	79	79	79

B. COM. ESTATAIS

001 - B. Amazônia	12	5073	59	178	-55	80	18	6826	22	0	660	1139	0,16	2,98
002 - B. Brasil	12	127210	71	15343	53	8519	55	264456	109	0	10425	29376	0,52	4,71
003 - B. Est. Bahia	12	3023	114	375	228	134	249	10360	205	38	334	483	0,78	2,84
004 - B. Est. Ceará	12	2281	98	36	-53	18	-16	2657	82	19	62	195	0,19	3,41
005 - B. Est. Esp. Santo	12	1502	75	86	-17	56	55	3073	33	41	94	326	0,26	2,71
006 - B. Est. Goiás	12	3227	136	26	-42	15	-10	3079	56	0	162	225	0,12	2,06
007 - B. Est. Pará	12	1138	132	15	-77	30	0	1343	37	67	0	133	0,11	2,72
008 - B. Est. Paraná	12	3066	32	159	85	154	53	9291	156	161	474	650	0,24	3,51
009 - B. Est. S. C.	12	2721	59	26	-79	46	-26	5718	117	36	67	386	0,07	2,42
010 - B. Est. Sergipe	12	401	174	9	-53	1	-80	745	135	ND	ND	66	0,14	2,47
011 - B. Nordeste	12	12712	82	579	-39	188	-26	16315	71	0	1050	1875	0,31	4,02
012 - Banerj	12	14066	100	488	38	234	62	24663	26	400	265	1559	0,31	2,64
013 - Banespa	12	48551	90	779	-44	808	134	57351	45	0	1439	4755	0,16	2,32
Total do Setor		Nº Emp. 13	224970	78	- 18098	32	10281	55	405877	85	762	15033	41167	

B. COM. PRIVADOS

014 - B. América Sul	12	3191	73	108	38	70	51	13104	77	72	101	427	0,25	3,51
015 - B. Ant. Queiroz	12	525	66	24	3	9	67	846	64	0	14	40	0,59	4,01
016 - B. Aux. S. Paulo	12	6437	139	225	-51	60	42	17091	104	429	120	1020	0,22	2,08
017 - B. Bamerindus	12	11445	129	588	-16	446	63	24937	56	215	480	2000	0,29	2,97
018 - B. Bandeirantes	12	4164	170	106	-12	45	34	9048	74	74	0	430	0,25	2,71
019 - B. Boavista	12	1749	78	124	49	39	30	4462	48	0	102	192	0,64	4,67
020 - B. Bozano Sim.	12	1081	253	5	NR	5	NR	1748	83	100	0	151	0,04	1,75
021 - B. Bradesco	12	27464	75	3180	19	926	76	88254	80	2539	2825	10289	0,31	2,18
022 - B. Comind SP	12	6097	60	110	-32	82	8	14353	35	109	300	649	0,17	4,27
023 - B. Cred. Real RS	12	127	80	18	17	2	9	254	33	ND	ND	20	0,92	6,34
024 - B. Cred. Nac.	12	5933	110	348	26	192	140	10928	77	9	195	740	0,47	2,72
025 - B. Financial	12	666	82	57	-7	34	47	2043	88	22	56	182	0,31	2,46
026 - B. Fr. Brasil	12	5829	80	532	24	150	50	15401	79	0	550	750	0,71	3,52
027 - B. Itaú	12	16524	82	1161	49	317	12	51839	66	845	1521	2966	0,39	3,36
028 - B. J. Arroyo	12	77	54	6	88	5	84	189	48	0	11	22	0,28	2,55
029 - B. Mercantil	12	3210	75	360	7	99	35	9532	56	0	158	450	0,80	4,78
030 - B. Mercantil SP	12	7646	49	846	56	319	-9	20169	24	505	345	1838	0,46	3,74
031 - B. Nac. Norte	12	3690	119	239	3	105	66	8504	57	4	310	310	0,77	5,67
032 - B. Nacional	12	8076	74	465	24	214	65	33512	79	324	379	1405	0,33	2,96
033 - B. Noroeste SP	12	3493	103	166	13	70	49	12257	66	11	135	500	0,33	3,52
034 - B. Pop. Fortaleza	12	137	91	11	13	7	21	354	58	0	7	30	0,38	1,86
035 - B. Real	12	13698	120	984	607	200	78	31735	54	397	322	1384	0,71	3,90
036 - B. Safra	12	6181	184	260	56	ND	ND	15942	124	600	100	300	0,87	5,66
037 - B. Sudameris	12	6483	92	231	-11	97	30	11873	61	0	109	419	0,55	3,82
038 - Unibanco	12	13943	133	676	60	188	73	33206	107	715	462	1756	0,39	3,16
Total do Setor		Nº Emp. 25	157864	96	10831	28	3681	47	431581	70	6969	8602	28269	

B. INVESTIMENTO

039 - B. I. América Sul	12	1429	130	41	135	14	14	2492	57	0	0	100	0,41	3,16
040 - B. I. Bamerindus	12	3770	90	136	55	127	106	9121	100	188	192	576	0,24	2,39
041 - B. I. Banorte	12	2300	152	70	14	18	1	3893	91	0	50	100	0,70	4,36
042 - B. I. BCN	12	3856	46	252	52	84	40	8131	54	0	108	300	0,84	5,50
043 - B. I. Bradesco	12	12774	172	1242	-46	338	43	16717	80	207	554	1928	0,64	3,43
044 - B. I. Comind	12	3908	194	346	48	99	171	8060	110	0	0	210	1,65	9,08
045 - B. I. Denasa	12	995	51	49	199	14	67	2137	105	45	49	195	0,25	3,11
046 - B. I. Maissomave	12	1998	170	46	22	16	335	3279	87	0	189	184	0,25	2,56
047 - B. I. Mercantil	12	1284	44	39	230	ND	ND	2941	43	ND	ND	124	0,31	3,19
048 - B. I. Nacional	12	3900	107	137	5	39	23	8507	84	0	85	236	0,58	4,18
049 - B. I. Unibanco	12	11743	124	652	37	156	58	7364	22	0	271	515	1,27	5,80
Total do Setor		Nº Emp. 11	47957	122	3010	44	905	56	72642	73	440	1497	4467	

ÍNDICES FINANCEIROS																					
Cód.	Medidas de Rentabilidade						Medidas de Liquidez				Medidas de Financiamento								Custo e Remuneração		
	Lucro Lf./ Patr. Lf.		Lucro Lf./ Rec. Oper.		Dividendos/ Lucro Lf.		Dep. a Prazo/ Dep. Totais		Encaixe/ Dep. à Vista		Dep. Total/ Patr. Lf.		Rec. Estr./ Patr. Lf.		Bco. Central/ Emprést.		Rec. Oficiais/ Emprést.		Custo Recursos	Remun. Emprést.	
	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	79 (%)	79 (%)	
001	21,0	6,3	12,5	3,5	17	45	11	11	19	35	247	201	20	37	5	6	41	43	13,7	24,6	
002	14,7	13,8	13,5	12,1	55	56	1	0	26	21	149	191	49	73	0	0	23	15	5,6	13,6	
003	18,8	35,4	8,1	12,4	33	36	6	7	39	18	455	754	141	193	1	1	65	52	9,8	16,4	
004	21,2	6,6	6,7	1,6	27	48	21	11	22	24	331	400	0	239	0	4	72	51	29,5	30,9	
005	23,4	12,0	12,0	5,7	35	65	13	6	32	28	428	348	85	140	3	1	52	49	10,3	18,5	
006	17,4	6,8	3,3	0,8	37	57	34	37	38	16	636	665	137	188	0	1	68	63	31,9	35,4	
007	7,1	1,5	13,1	1,3	47	206	4	2	14	13	60	370	18	187	30	4	13	44	23,1	27,8	
008	7,1	8,4	3,7	5,2	117	97	16	16	33	28	393	407	45	51	1	2	58	61	5,8	14,6	
009	23,3	3,3	7,4	1,0	48	173	13	21	43	40	394	613	128	161	4	5	53	44	17,0	22,0	
010	22,0	7,1	13,7	2,3	23	10	5	1	13	24	310	456	0	0	0	0	54	60	28,9	30,0	
011	21,0	9,0	13,7	4,6	27	32	0	0	20	13	176	216	105	137	2	1	42	47	ND	ND	
012	19,6	15,7	5,0	3,5	41	48	1	2	30	30	930	599	92	85	4	1	59	50	35,8	32,2	
013	25,6	8,6	5,4	1,6	25	104	26	25	41	36	554	519	249	209	0	1	55	61	32,1	31,9	
	15,9	13,0	10,9	8,0	48	57	7	5	29	24	204	236	66	87	1	0	35	28	16,5	17,6	
014	9,9	8,9	4,2	3,4	60	65	18	17	50	51	794	873	237	274	6	5	18	20	12,8	21,2	
015	23,8	18,1	7,2	4,5	25	40	64	65	58	51	518	527	0	0	0	0	49	40	38,3	39,5	
016	55,6	14,3	17,2	3,5	9	27	33	36	38	31	818	804	302	317	3	5	15	15	26,3	30,1	
017	24,0	12,3	14,0	5,1	39	76	18	13	57	45	438	420	260	266	9	9	18	15	11,3	24,3	
018	21,5	11,3	7,9	2,6	27	42	24	25	43	40	729	776	67	46	7	10	18	13	39,7	44,1	
019	16,4	15,9	8,4	7,1	36	31	15	12	60	55	459	496	114	130	5	5	19	28	12,2	23,6	
020	0,0	3,0	0,0	0,5	NR	94	37	65	40	52	1098	661	423	396	1	0	6	7	27,6	48,1	
021	31,2	18,4	16,9	11,6	20	29	5	3	47	37	398	394	73	23	8	6	24	23	12,9	27,2	
022	10,0	4,8	4,2	1,8	47	74	27	12	77	8	579	517	258	0	15	0	11	80	6,1	11,3	
023	25,8	18,3	22,2	14,4	14	13	14	3	47	57	260	200	0	0	6	5	18	24	30,2	33,6	
024	25,8	21,3	9,8	5,9	29	55	18	12	43	56	489	542	547	758	4	9	15	31	4,7	26,8	
025	28,3	15,9	16,9	8,6	37	60	2	0	35	30	396	455	0	0	0	0	44	36	8,6	28,3	
026	33,8	25,7	13,2	9,1	23	28	51	52	95	74	568	583	308	392	7	8	22	17	16,1	22,7	
027	17,6	14,8	8,6	7,0	36	27	5	3	48	46	549	519	81	99	9	5	21	20	15,0	25,9	
028	10,8	13,4	6,6	8,1	76	74	32	25	73	35	345	337	0	0	0	0	26	25	27,7	35,8	
029	33,5	20,9	18,4	11,2	22	27	3	3	43	42	472	443	102	144	4	3	21	23	13,6	26,0	
030	18,7	15,5	10,5	11,1	65	38	60	40	74	64	399	293	52	92	10	3	17	6	26,0	29,4	
031	30,1	16,7	13,7	6,5	27	44	16	12	38	39	490	484	169	237	6	6	24	28	19,2	25,6	
032	20,0	14,3	8,1	5,8	34	46	6	8	46	44	795	805	142	122	8	8	22	17	10,4	20,7	
033	16,2	11,5	8,6	4,7	32	42	32	33	43	46	655	695	8	20	0	0	16	16	34,2	30,0	
034	32,7	24,5	13,7	8,1	57	61	41	38	33	24	625	644	0	0	2	3	13	18	37,1	36,5	
035	5,6	24,2	2,2	7,2	80	20	14	16	60	62	749	588	242	296	4	4	17	13	17,7	27,7	
036	28,4	20,8	7,7	4,2	11	ND	55	54	58	49	887	936	272	293	4	2	23	13	26,1	32,0	
037	30,7	17,9	7,7	3,6	29	42	43	41	55	51	746	741	345	457	5	4	13	12	21,6	28,7	
038	18,2	15,6	7,1	4,9	26	28	18	26	62	51	507	598	312	207	4	4	17	13	36,2	39,1	
	23,1	16,5	10,5	6,9	29	34	19	17	52	45	530	517	161	154	7	5	19	20	18,4	27,1	
039	10,1	15,9	2,8	2,8	69	34	100	100	NR	NR	807	789	118	116	0	0	13	15	42,1	48,0	
040	14,0	12,7	4,4	3,6	70	93	100	100	NR	NR	586	663	55	47	0	0	17	19	33,2	37,4	
041	47,2	20,1	6,7	3,1	29	26	100	100	NR	NR	777	893	179	218	0	0	21	14	41,2	47,8	
042	18,2	18,1	6,3	6,5	36	33	100	100	NR	NR	467	492	239	320	0	0	21	13	18,0	26,6	
043	32,0	24,0	18,0	9,7	28	27	100	100	NR	NR	246	252	88	97	0	0	26	23	20,8	43,1	
044	31,8	22,7	17,5	8,9	16	29	100	100	NR	NR	336	422	122	0	0	0	14	48	11,8	15,8	
045	5,7	10,4	2,5	5,0	50	28	100	100	NR	NR	304	352	307	276	0	0	31	27	14,3	21,3	
046	16,6	12,3	5,1	2,3	10	35	100	100	NR	NR	630	696	164	178	0	0	18	6	49,0	52,2	
047	5,7	12,0	1,3	3,0	125	ND	100	100	NR	NR	811	746	52	47	0	0	6	3	33,8	40,0	
048	24,4	17,1	6,9	3,5	24	29	100	100	NR	NR	757	860	27	70	0	0	25	15	33,5	39,0	
049	34,4	28,0	9,1	5,6	21	24	100	100	NR	NR	359	246	230	454	0	0	26	89	49,1	125,6	
	26,5	21,4	9,7	6,3	28	30	100	100	NR	NR	403	409	136	173	0	0	22	23	29,4	44,7	

conclusão

Empresas	Mês	DESEMPENHO DAS COMPANHIAS EM 79/78													
		Receitas Operacionais	VA%	Lucro Líquido	VA%	Dividendos	VA%	Letras de Câmbio	VA%	Subscr.	Bonif.	Nº Ações Fin.	Lucro Líq./ Ação	Valor Patrimonial	
		79	79/78	79	79/78	79	79/78	79	79/78	79	79	79	79	79	

FINANCEIRAS

050 - Bamerindus C.F.I.	12	1979	300	94	- 8	78	57	5754	114	0	102	330	0,29	3,02
051 - Banestado C.F.I.	12	306	294	8	20	7	19	1289	110	10	22	77	0,10	1,93
052 - Banorte C.F.I.	12	363	6	- 8	-163	0	-100	1462	18	0	34	103	-0,08	2,54
053 - Bradesco C.F.I.	12	5569	43	240	8	145	11	12485	36	99	305	1061	0,23	1,98
054 - Cédula C.F.I.	12	156	47	25	- 14	ND	ND	599	41	7	89	101	0,25	2,07
055 - Costaleste C.F.I.	12	166	173	6	10	4	0	379	10	0	18	58	0,11	1,70
056 - Creasul C.F.I.	12	289	184	5	- 28	6	54	947	7	7	13	50	0,10	2,80
057 - Fiança C.F.I.	12	323	35	7	- 50	ND	ND	853	- 2	ND	ND	37	0,18	2,43
058 - Fininvest C.F.I.	12	1981	143	115	39	43	78	2939	89	58	43	216	0,53	2,53
059 - Fomento C.F.I.	12	560	43	- 6	-212	4	0	995	30	0	20	90	-0,06	1,58
060 - Novo Rio C.F.I.	12	367	101	- 1	NR	0	NR	496	33	0	0	4	-0,13	19,93
061 - Real C.F.I.	12	4977	68	341	48	90	65	7387	5	0	71	210	1,62	7,77
062 - Sinal C.F.I.	12	1923	81	84	24	28	14	3827	43	ND	ND	0	NR	NR
063 - Vistacredi C.F.I.	12	268	188	6	72	2	- 17	593	55	0	9	24	0,23	3,87
Total do Setor	Nº Emp. 14	19227	78	917	26	407	27	40003	38	181	726	2359		

Empresas	Mês	DESEMPENHO DAS COMPANHIAS EM 79/78													
		Receitas Operacionais	VA%	Lucro Líquido	VA%	Dividendos	VA%	Reservas Técnicas	VA%	Subscr.	Bonif.	Nº Ações Fin.	Lucro Líq./ Ação	Valor Patrimonial	
		79	79/78	79	79/78	79	79/78	79	79/78	79	79	79	79	79	

SEGURO

064 - Bamerindus Seg.	12	2867	74	324	- 17	124	83	729	97	35	84	350	0,93	5,51
065 - Seg. Bahia	12	802	27	30	- 43	25	104	192	52	0	102	204	0,15	2,23
066 - Sul Amér. Seg. Gr.	12	7738	87	299	22	51	78	1607	71	0	544	510	0,59	4,60
067 - Sul Amér. Seg. Vd.	12	4234	73	253	99	46	80	1573	76	0	510	510	0,50	5,29
068 - Yasuda Seg.	12	1144	84	9	- 56	8	43	257	91	0	22	61	0,15	4,29
Total do Setor	Nº Emp. 5	16784	77	915	9	253	82	4357	77	35	1262	1635		

Empresas	Mês	DESEMPENHO DAS COMPANHIAS EM 79/78													
		Receitas Operacionais	VA%	Lucro Líquido	VA%	Dividendos	VA%	Captação Total	VA%	Subscr.	Bonif.	Nº Ações Fin.	Lucro Líq./ Ação	Valor Patrimonial	
		79	79/78	79	79/78	79	79/78	79	79/78	79	79	79	79	79	

OUTROS RAMOS FINANCEIROS

069 - Banorte Cr. Imob.	12	3057	157	111	111	14	- 16	2813	65	0	72	72	1,55	6,64
070 - BCN Leasing	12	971	69	0	- 100	0	- 100	0	NR	0	9	24	0,0	4,13
071 - Sul Amér. Cap.	12	797	91	94	153	20	66	1001	67	0	300	200	0,47	5,14
Total do Setor	Nº Emp. 3	4824	121	206	87	34	0	3815	65	0	381	296		

GRUPO FINANCEIRO

072 - Emp. Nac. Priv.	54	232896	98	15098	31	5018	48	523579	67	7614	11764	35720		
073 - Emp. Estatais	14	225276	78	18106	32	10288	55	407166	85	772	15055	41244		
074 - Emp. Estrang.	3	13455	86	773	9	256	41	27531	71	0	680	1230		
Total do Grupo	71	471627	88	33978	31	15562	52	958275	74	8386	27500	78193		

ÍNDICES FINANCEIROS																					
Cód.	Medidas de Rentabilidade						Medidas de Liquidez				Medidas de Financiamento								Custo e Remuneração		
	Lucro Líq./ Patr. Líq.		Lucro Líq./ Rec. Oper.		Dividendos/ Lucro Líq.		Let. Câmbio/ Dep. Total		Encaixe/ Dep. à Vista		Let. Câmbio/ Patr. Líq.		Rec. Estr./ Patr. Líq.		Bco. Central/ Emprést.		Out. Rec. Oficiais/Emprést.		Custo Recursos	Remun. Emprést.	
	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	79 (%)	79 (%)	
050	19,6	11,5	20,7	14,8	48	83	100	100	NR	NR	422	576	0	0	0	0	1	0	27,5	39,5	
051	14,0	6,5	3,4	2,5	88	87	100	100	NR	NR	658	870	0	0	0	0	0	0	17,6	28,0	
052	7,7	-3,5	3,8	-2,2	16	NR	100	100	NR	NR	630	557	0	0	0	0	21	12	11,6	17,7	
053	20,1	14,0	5,7	4,3	58	60	100	100	NR	NR	686	593	0	0	0	0	0	0	38,0	43,9	
054	33,4	15,7	27,7	16,1	37	ND	100	100	NR	NR	378	286	0	0	0	0	0	0	5,4	22,3	
055	10,1	7,8	9,6	3,9	62	56	100	100	NR	NR	528	385	0	0	0	0	0	0	25,5	32,9	
056	9,5	4,5	7,1	1,8	51	110	100	100	NR	NR	978	677	0	0	0	0	3	8	18,5	26,1	
057	37,9	10,7	5,7	2,1	23	ND	100	100	NR	NR	2319	955	0	0	0	0	0	0	17,1	29,6	
058	38,5	27,7	10,2	5,8	29	38	100	100	NR	NR	550	538	0	0	0	0	0	0	45,3	76,9	
059	5,3	-4,8	1,3	-1,0	81	NR	100	100	NR	NR	765	704	0	0	0	0	0	0	32,7	57,5	
060	-59,4	-0,7	-32,7	-0,1	NR	NR	100	100	NR	NR	674	621	0	0	0	0	1	0	47,0	58,2	
061	27,7	26,5	7,8	6,9	24	26	100	100	NR	NR	743	452	0	0	0	0	3	3	43,7	54,2	
062	21,6	16,6	6,4	4,4	36	34	100	100	NR	NR	684	608	0	0	0	0	3	2	37,0	48,9	
063	5,5	7,1	3,4	2,1	91	44	100	100	NR	NR	622	638	0	0	0	0	0	0	ND	50,9	
	19,6	15,9	6,7	4,8	44	44	100	100	NR	NR	659	557	0	0	0	0	2	1	34,8	45,7	

ÍNDICES FINANCEIROS																					
Cód.	Medidas de Rentabilidade						Medidas de Liquidez				Medidas de Financiamento								Custo e Remuneração		
	Lucro Líq./ Patr. Líq.		Lucro Líq./ Rec. Oper.		Dividendos/ Lucro Líq.		Res. Téc./ Dep. Total		Encaixe/ Dep. à Vista		Res. Téc./ Patr. Líq.		Rec. Estr./ Patr. Líq.		Bco. Central/ Emprést.		Out. Rec. Oficiais/Emprést.		Custo Recursos	Remun. Emprést.	
	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	79 (%)	79 (%)	
064	54,4	21,3	23,7	11,3	17	38	100	100	NR	NR	33	37	0	0	0	0	0	0	67,6	ND	
065	19,8	7,7	8,3	3,7	23	82	100	100	NR	NR	38	42	0	0	0	0	882	243	33,9	ND	
066	26,6	15,9	5,9	3,9	12	17	100	100	NR	NR	65	68	0	0	0	0	70	62	41,9	ND	
067	9,6	11,5	5,2	6,0	20	18	100	100	NR	NR	52	58	0	0	0	0	0	40	22,7	ND	
068	14,7	4,2	3,3	0,8	27	89	100	100	NR	NR	75	98	0	0	0	0	0	0	62,8	ND	
	24,9	14,7	8,8	5,4	17	28	100	100	NR	NR	51	56	0	0	0	0	NR	NR	39,6	ND	

ÍNDICES FINANCEIROS																					
Cód.	Medidas de Rentabilidade						Medidas de Liquidez				Medidas de Financiamento								Custo e Remuneração		
	Lucro Líq./ Patr. Líq.		Lucro Líq./ Rec. Oper.		Dividendos/ Lucro Líq.		Captação a Prazo/ Captação Total		Encaixe/ Dep. à Vista		Captação Total/ Patr. Líq.		Rec. Estr./ Patr. Líq.		Bco. Central/ Emprést.		Out. Rec. Oficiais/Emprést.		Custo Recursos	Remun. Emprést.	
	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	79 (%)	79 (%)	
069	23,1	30,1	4,4	3,6	33	13	100	100	NR	NR	647	588	0	0	0	0	55	57	ND	57,9	
070	32,8	0,0	3,5	0,0	24	NR	0	0	NR	NR	0	0	1354	2305	0	0	16	33	58,0	113,6	
071	9,1	11,0	8,9	11,8	32	21	100	100	NR	NR	87	97	0	0	0	0	0	0	50,3	ND	
	15,8	15,7	5,0	4,3	31	17	100	100	NR	NR	227	237	88	142	0	0	52	53	55,6	65,5	
072	23,0	16,9	9,8	6,5	29	33	37	35	54	46	476	463	128	127	5	3	19	20	23,9	32,8	
073	15,9	13,0	10,9	8,0	48	57	7	5	29	24	205	237	66	86	1	0	34	28	16,5	17,7	
074	31,5	21,6	9,8	5,7	25	33	48	48	76	65	601	611	301	392	6	7	18	15	18,6	25,1	
	18,7	14,6	10,4	7,2	39	46	25	23	42	35	312	331	93	107	2	1	28	25	20,0	23,0	

XXIII

INDICADORES FINANCEIROS DE COMPANHIAS ABERTAS – EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS

Empresas	Mês	Receitas Operacionais	VA%	Lucro Líquido	VA%	Dividendos	VA%	Invest. Imobil.	VA%	Subscr.	Bonif.	Nº Ações Fin.	Lucro Líq./Ação	Valor Patrimonial
		79	79/78	79	79/78	79	79/78	79	79/78	79	79	79	79	79

MINERAÇÃO

001 - Samitri	12	1593	120	-446	NR	0	NR	53	1594	1181	273	1177	-0,38	3,08
002 - Vale Rio Doce	12	29035	90	958	3	331	39	3162	-16	0	3177	4413	0,22	10,54
Total do Setor	Nº Emp. 2	30629	92	513	-22	331	39	3214	-15	1181	3450	5590		

OUT. PROD. MIN. N. MET.

003 - Brasilit	01	4592	55	427	-13	210	133	458	549	0	240	600	0,71	5,33
004 - Cer. S. J. Guaçu	12	158	42	16	191	4	-21	4	-60	ND	ND	51	0,31	2,37
005 - Marcovan	12	979	54	8	57	3	650	31	21	0	26	60	0,13	4,44
006 - Multividro	12	388	16	35	-14	4	-57	ND	ND	0	0	54	0,66	4,12
007 - Nad. Figueiredo	01*	1427	33	132	-8	ND	ND	ND	ND	0	54	180	0,74	8,19
008 - Termolar	12	299	27	14	73	7	80	8	ND	ND	ND	90	0,16	1,44
009 - Vidr. Sta. Marina	12	5222	51	618	-27	446	207	748	99	0	414	1036	0,60	5,22
Total do Setor	Nº Emp. 7	13065	48	1250	-19	675	141	1241	158	0	735	2071		

SIDERURGIA

010 - Acesita	12	9832	66	311	-26	403	7	2558	13	0	835	2688	0,12	4,59
011 - Belgo Mineira	12	9284	64	497	32	225	50	841	103	0	540	1500	0,33	6,75
012 - Cimetal Sid.	12	2565	64	160	576	0	-100	208	ND	275	115	495	0,32	6,58
013 - Ferbasa	12	1289	90	130	140	26	142	53	23	0	125	283	0,46	3,61
014 - Mannesmann	12	9671	67	-1976	-514	0	-100	4119	61	0	1367	3807	-0,52	1,12
015 - Met. Aparecida	12	1620	117	81	114	26	112	548	ND	34	90	310	0,26	3,15
016 - Paulista F. Liga	12	935	55	84	96	21	75	66	156	57	38	210	0,40	2,97
017 - Sid. Nacional	12	27357	55	-2363	-	0	-100	15350	75	281	2336	9345	-0,25	3,36
Total do Setor	Nº Emp. 8	62553	62	-3075	-302	701	-33	22986	63	646	5446	18638		

METALURGIA

018 - Cimaf	12	1537	72	114	81	46	104	48	8	0	40	111	1,02	6,62
019 - Eluma	12	4324	88	211	276	54	136	42	-57	346	87	522	0,40	3,71
020 - Inds. C. Fabrini	12	577	48	32	18	8	15	10	177	0	0	60	0,53	1,27
021 - Met. Bárbara	01	2046	20	19	-89	86	28	ND	ND	0	192	480	0,04	4,03
022 - Metalflex	12	185	-26	23	NR	ND	ND	0	ND	0	20	54	0,42	3,74
023 - Nordon	12	2619	73	190	42	40	50	50	64	0	182	260	0,73	3,35
Total do Setor	Nº Emp. 6	11287	60	588	58	233	60	150	-15	346	520	1488		

INDS. MECÂNICAS

024 - Inds. Romi	12	2590	62	86	-22	32	3	49	-35	0	215	860	0,10	3,49
025 - Mec. Pesada	12	1745	44	316	13	290	74	250	277	0	0	415	0,76	2,60
Total do Setor	Nº Emp. 2	4335	54	403	3	323	63	299	112	0	215	1275		

Cód.	Lucro Líq./ Patr. Líq.		Lucro Líq./ Rec. Operac.		Dividendos/ Lucro Líq.		Exig./ Patr. Líq.		Exig. L. P./ Exig. Total		Cobertura de Desp. Financ.		Liquidez Corrente		Ativo Perm./ Patr. Líq.		Investimentos/ Imobilizado		Receita Operac./ Ativo Total	
	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)
001	-15,2	-15,9	-37,5	-28,0	NR	NR	51	48	72	68	-73L	-34	137	65	130	137	1829	2003	20	25
002	3,7	2,5	6,1	3,3	25	34	73	81	63	62	76	78	90	85	138	136	43	47	17	20
	2,4	1,2	4,1	1,7	36	64	71	79	64	62	70	76	91	85	137	137	51	57	17	20
003	33,7	16,5	16,4	9,3	18	49	41	51	23	30	693	359	210	166	73	87	146	116	106	95
004	9,4	16,7	4,9	10,1	93	25	76	53	11	5	163	315L	96	133	102	83	0	3	56	52
005	3,4	3,5	0,8	0,8	8	39	115	175	18	7	140	143	121	99	82	97	25	30	129	108
006	62,7	20,0	12,3	9,1	25	12	52	49	0	1	1150	1616	222	236	33	31	36	27	168	117
007	24,2	11,7	13,5	9,3	17	ND	45	45	29	20	622L	940L	203	172	75	83	16	58	68	67
008	14,2	14,0	3,4	4,7	49	51	159	108	40	34	144L	173	175	161	89	91	1	3	90	69
009	31,1	13,9	24,5	11,8	17	72	33	41	1	6	2228	1759	236	192	52	61	27	25	74	41
	30,2	14,2	17,5	9,6	18	54	41	49	14	16	938	664	212	174	62	73	49	52	86	61
010	10,5	3,4	7,1	3,2	89	129	272	292	59	47	139	27	101	44	258	322	6	4	23	20
011	7,6	6,0	6,6	5,4	40	45	32	33	30	29	207	253	126	140	94	95	30	29	36	37
012	1,8	6,2	1,5	6,3	60	0	100	101	59	52	111	39	85	73	165	164	15	17	37	39
013	10,6	16,0	8,0	10,1	20	20	45	36	4	3	297L	460L	108	116	94	84	50	56	56	91
014	15,6	-48,2	8,2	-20,4	82	NR	107	182	51	52	142	26	127	101	128	177	18	16	45	47
015	8,5	10,5	5,1	5,0	32	32	128	192	59	1	110L	120	111	65	148	157	48	8	42	39
016	16,1	17,4	7,1	9,0	28	25	47	40	9	3	364	332	141	117	85	91	69	44	105	93
017	0,6	-9,5	0,5	-8,6	92	NR	162	201	73	76	161L	17	109	91	209	248	3	2	26	22
	5,2	-6,0	3,9	-4,9	69	NR	144	181	65	62	155	28	109	73	182	223	8	6	30	27
018	17,5	19,4	7,0	7,4	35	40	57	49	16	7	655	2001	184	190	64	56	1	5	131	140
019	6,7	14,1	2,4	4,9	40	25	86	91	14	10	232	351L	134	141	79	69	71	84	84	87
020	44,1	32,1	6,9	5,5	25	24	100	129	4	8	254L	351L	124	114	79	91	21	16	91	216
021	15,1	1,1	9,6	0,9	41	465	39	44	22	10	848	355	238	173	65	70	13	801	54	73
022	-57,6	14,2	-28,4	12,4	NR	ND	148	87	5	3	-20	254	55	66	72	41	42	99	65	39
023	36,1	27,8	8,8	7,2	20	21	143	131	21	8	117	NR	203	191	47	43	2	4	111	109
	13,1	12,6	5,3	5,2	39	40	75	76	17	9	150	407	168	161	67	63	26	111	81	94
024	7,7	3,4	6,9	3,3	28	37	47	50	55	49	323L	280	351	311	63	60	13	15	54	43
025	46,4	33,6	23,0	18,1	59	92	47	143	1	1	2220	1466	341	105	55	90	4	11	48	45
	19,1	11,7	13,9	9,3	51	80	47	74	40	25	554	421	347	174	61	68	11	14	51	44

cont.

cont.

Empresas	Mês	Receitas Operacionais	VA%	Lucro Líquido	VA%	Dividendos	VA%	Invest. Imobil.	VA%	Subscr.	Bonif.	N.º Ações Fin.	Lucro Líq./ Ação	Valor Patrimonial
		79	79/78	79	79/78	79	79/78	79	79/78	79	79	79	79	79

MAT. ELÉTRICO

026 - Consul	11	3742	67	407	69	103	137	116	134	0	251	322	1,26	4,90
027 - Ericsson	12	4570	31	377	-9	226	14	62	7	0	508	1411	0,27	2,65
028 - Ibesa	12	2958	28	135	-34	51	30	42	ND	156	246	504	0,27	2,51
Total do Setor	N.º Emp. 3	11270	40	919	7	380	35	179	65	156	1005	2237		

MAT. TRANSPORTE

029 - Cobrasma	12	4959	141	670	211	166	61	491	43	106	362	1175	0,57	4,94
030 - Cofap	12	3874	44	251	45	84	39	238	131	0	240	841	0,30	2,74
031 - FNV	12	2198	62	234	27	117	116	221	728	0	108	300	0,78	5,89
032 - Metal Leve	12	3675	74	636	104	181	92	260	157	0	241	669	0,95	4,50
033 - Müller	01	496	61	21	155	5	170	13	77	0	33	90	0,24	2,49
034 - Nakata	12	843	33	97	18	26	31	50	223	40	43	160	0,60	3,55
035 - Valmet	12	3407	71	119	184	28	166	89	126	0	44	132	0,90	4,74
Total do Setor	N.º Emp. 7	19451	75	2027	100	607	76	1363	114	146	1071	3366		

IND. PAP. GRÁF. MOV.

036 - Bates	12	1104	53	43	0	ND	ND	67	ND	ND	ND		0,47	3,64
037 - Duratex	12	6009	65	563	140	125	109	494	139	235	174	1044	0,54	3,46
038 - Eucatex	01	2897	65	362	329	86	331	179	118	19	136	206	1,76	8,87
Total do Setor	N.º Emp. 3	10010	63	968	167	212	110	673	133	254	310	1250		

QUÍMICA

039 - Manah	11	4428	112	154	49	ND	ND	ND	ND	69	229	480	0,32	4,42
040 - Perf. Phebo	12	862	55	35	NR	11	NR	11	26	0	35	100	0,35	3,44
041 - Pirelli	12	18613	45	1355	33	663	34	1014	110	0	1541	4624	0,29	2,52
042 - Plast. Monsanto	12	1226	50	113	65	75	476	5	-31	0	0	66	1,72	9,91
043 - Solorrico	12	2486	112	22	NR	30	65	3	6	50	86	302	0,07	2,49
Total do Setor	N.º Emp. 5	27616	58	1679	44	779	43	1034	106	119	1892	5571		

TÊXTIL

044 - Artex	12	3482	95	403	127	123	124	152	391	0	242	577	0,70	3,76
045 - Brasiljuta	12	589	107	57	981	15	508	152	912	0	97	104	0,55	2,61
046 - Cedro Cachoeira	12	1477	73	278	65	81	80	103	-60	0	225	450	0,62	2,71
047 - Cremer	12	1077	56	96	51	49	107	78	-5	58	196	283	0,34	2,27
048 - F. Tec. S. José	12	807	48	98	30	44	98	32	-3	8	91	228	0,43	2,96
049 - Indl. Scholoser	12	692	63	64	42	32	170	204	348	31	36	180	0,35	2,86
050 - Nova América	12	2775	40	104	-16	50	16	29	110	0	102	300	0,35	5,49
051 - S.P. Alpargatas	01	10217	77	893	4	360	79	354	16	441	544	1438	0,62	5,99
052 - Tec. C. Renaux	12	715	67	83	77	19	25	75	125	12	38	180	0,46	3,11
053 - Tec. Mal. Indaial	12	303	51	32	53	ND	ND	ND	ND	0	21	30	1,06	4,02
054 - Tex. Arp.	12	85	49	6	280	2	66	0	ND	0	8	26	0,22	2,28
055 - Tex. F. Guimarães	12	654	35	62	17	27	39	47	7	0	50	139	0,44	4,10
056 - Tex. Karsten	12Y	793	64	175	143	23	81	75	ND	28	88	187	0,94	3,29
057 - Tex. Renaux	12	434	58	53	49	11	33	37	86	28	16	85	0,62	4,31
Total do Setor	N.º Emp. 14	24100	69	2403	37	835	79	1262	44	606	1752	4207		

Cód.	Lucro Líq./ Patr. Líq./		Lucro Líq./ Rec. Operac.		Dividendos/ Lucro Líq.		Exig./ Patr. Líq.		Exig. L. P./ Exig. Total		Cobertura de Desp. Financ.		Liquidez Corrente		Ativo Perm./ Patr. Líq.		Investimentos/ Imobilizado		Receita Operac./ Ativo Total	
	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)
026	36,1	33,4	10,8	10,9	18	25	103	104	15	10	1390 L	NR	169	157	54	55	65	69	128	116
027	20,0	12,1	11,9	8,2	47	60	164	146	31	46	215	326	193	214	43	37	12	3	43	50
028	39,8	13,7	8,8	4,6	19	38	93	80	14	10	4366 L	401	170	163	56	58	98	118	169	130
	26,4	17,3	10,7	8,2	33	41	139	124	26	34	302	337	186	190	48	45	34	36	72	77
029	8,7	14,5	10,5	13,5	48	25	82	100	44	31	264 L	311 L	180	137	107	101	81	76	26	43
030	14,2	13,4	6,4	6,5	35	34	80	90	31	23	194	192	146	128	92	92	14	19	64	88
031	20,0	16,0	13,6	10,6	29	50	31	49	16	5	1068	NR	272	176	51	57	45	32	58	55
032	22,2	26,9	14,7	17,3	30	28	43	44	21	11	820	1458	236	227	57	51	22	17	54	54
033	7,2	11,6	2,7	4,3	24	25	141	172	46	39	141 L	155 L	227	169	70	92	5	5	77	69
034	34,4	21,9	12,9	11,5	24	27	73	58	27	24	624 L	1259 L	190	213	70	63	13	17	87	69
035	15,0	24,5	2,1	3,5	25	24	182	190	36	27	184 L	408 L	201	148	42	49	3	11	149	141
	15,3	17,8	9,1	10,4	34	30	72	84	36	25	332	361	192	155	82	80	45	43	54	62
036	22,2	15,0	6,0	3,9	48	ND	56	72	0	0	****	****	215	163	34	53	12	9	98	97
037	15,0	20,2	6,4	9,4	25	22	77	65	43	34	226	285	171	161	101	95	23	24	70	67
038	10,6	25,3	4,8	12,5	24	24	59	65	28	33	151	244	143	157	91	85	40	43	68	96
	14,2	21,5	5,9	9,7	28	22	70	65	39	34	209	282	167	160	93	89	27	28	72	77
039	12,3	9,7	5,0	3,5	19	ND	106	126	12	21	266 L	218 L	141	127	73	92	10	60	96	93
040	-3,0	12,5	-1,0	4,1	NR	30	115	118	50	40	191	376	237	199	75	72	116	120	97	95
041	17,4	14,3	7,9	7,3	48	49	70	80	19	12	487	492	167	143	71	71	62	63	65	56
042	23,9	21,7	8,4	9,2	19	66	48	57	0	0	967 L	1291	169	179	64	52	102	106	98	85
043	-5,1	3,6	-1,8	0,9	NR	137	172	158	7	8	143 L	134 L	137	142	48	45	603	603	88	127
	15,4	13,4	6,7	6,1	47	46	80	90	17	14	373	355	160	143	70	72	60	68	71	65
044	21,5	24,9	10,0	11,6	31	31	76	66	6	19	361	809	124	193	82	60	12	14	54	57
045	3,9	26,9	1,9	9,7	45	25	93	144	12	30	119	207 L	101	92	99	148	3	2	63	65
046	31,2	29,3	19,8	18,8	27	29	66	56	37	24	864	626	215	215	73	59	2	2	77	46
047	22,2	18,7	9,3	8,9	37	50	60	52	12	3	477	541	155	162	72	66	6	8	57	54
048	25,2	18,4	13,9	12,2	29	45	28	28	9	5	NR	NR	332	349	38	30	9	9	109	93
049	21,0	16,8	10,6	9,2	27	51	55	75	0	12	798	578	168	125	58	90	5	4	58	51
050	15,5	7,7	6,3	3,8	34	48	87	102	23	27	166 L	151 L	125	123	99	100	33	36	53	46
051	22,7	13,0	14,9	8,7	23	40	38	38	21	27	784	658	246	257	59	60	43	60	64	86
052	18,5	19,4	11,0	11,7	31	22	57	60	9	17	612	600	167	173	67	70	55	59	54	51
053	33,7	31,8	10,4	10,5	24	ND	91	83	6	0	324	492 L	162	169	51	43	8	6	133	107
054	4,9	11,6	2,6	6,7	80	35	89	74	1	0	193	447	141	156	62	48	0	0	65	61
055	18,3	13,3	10,8	9,4	37	44	57	54	21	15	520	673	219	196	56	62	16	19	53	45
056	32,3	38,4	14,9	22,1	18	13	51	53	9	16	562	895	191	181	55	71	69	135	107	62
057	20,8	18,5	12,8	12,1	24	21	56	34	5	2	1207	1876	189	251	53	48	32	29	60	58
	22,1	16,9	12,3	10,0	27	35	53	53	18	22	469	503	187	198	66	65	28	37	62	64

cont.

XXVII

cont.

Empresas	Mês	Receitas Operacionais	VA%	Lucro Líquido	VA%	Dividendos	VA%	Invest. Imobll.	VA%	Subscr.	Bonif.	N.º Ações Fin.	Lucro Líq./ Ação	Valor Patrimonial
		79	79/78	79	79/78	79	79/78	79	79/78	79	79	79	79	79

PROD. ALIM. BEB. FUM.

058 - Antarctica	12	3458	40	458	55	142	38	1963	457	0	317	1220	0,38	4,03
059 - Brahma	01	9358	86	983	37	579	53	1011	- 5	184	680	2520	0,39	3,52
060 - Frigobras	12	4480	126	236	96	49	64	351	19	53	269	532	0,44	2,61
061 - Iguaçú Café	12	1683	57	65	- 65	44	14	54	276	0	69	108	0,61	5,03
062 - LPC	12	2875	62	291	141	80	60	262	184	0	126	218	1,34	4,07
063 - Mh. Lapa	12	921	96	61	245	14	100	92	759	18	74	150	0,41	2,29
064 - Mh. Santista	12	2975	56	487	20	99	28	ND	ND	0	448	916	0,53	5,18
065 - Olivebra	12	5407	18	238	6	64	23	107	- 56	82	0	640	0,37	2,91
066 - Sadia Concordia	12	5101	96	705	111	96	75	240	81	30	550	1000	0,71	3,06
067 - Souza Cruz	12	21222	57	1841	48	1524	94	500	- 20	0	1568	4355	0,42	2,95
Total do Setor	N.º Emp. 10	57479	62	5365	46	2691	71	4578	62	366	4102	11658		

IND. DIVERSAS

068 - Ancora	12	271	48	7	- 1	ND	ND	ND	ND	0	4	13	0,57	3,00
069 - Brinq. Bandeiran.	12	690	51	104	75	18	50	31	ND	17	59	162	0,64	3,10
070 - CELM	12	293	- 40	31	2	16	102	0	- 100	0	42	78	0,39	4,11
Total do Setor	N.º Emp. 3	1254	48	141	46	34	59	0	- 100	17	105	253		

XXVIII AGROP. SILVICULTURA

071 - Sem. Agroceres	12	660	81	53	109	ND	ND	ND	ND	0	42	116	0,46	2,68
Total do Setor	N.º Emp. 1	660	81	53	109	0	- 100	0	ND	0	42	116		

CONSTRUÇÃO IMOB.

072 - Concretex	12	2282	66	100	- 13	22	13	ND	ND	0	90	206	0,48	3,72
073 - Const. Mendes Jr.	A12A	13923	172	1251	243	129	41	503	33	0	1003	1433	0,87	3,13
074 - Engevix	12	1333	87	8	- 31	10	11	9	25	0	111	102	0,07	2,60
075 - Estacon	12	1672	178	38	3	9	- 7	43	- 26	0	88	219	0,17	1,63
076 - N. Odebrecht	12	12726	113	842	69	200	66	ND	ND	0	1000	2002	0,42	1,54
077 - Tecnosolo	12	812	31	19	- 52	5	71	92	100	28	27	73	0,27	3,63
078 - Tekno	12	574	63	37	36	9	36	5	56	6	0	54	0,69	5,11
Total do Setor	N.º Emp. 7	33322	126	2294	110	383	48	652	32	34	2318	4088		

TRANSPORTE

079 - Bandeirante Arm. Gr.	11	60	15	0	- 100	4	0	5	7	0	0	48	0,00	2,98
080 - Transbrasil	12	3888	73	266	156	76	497	336	144	221	98	484	0,55	1,87
081 - Varig	12	19844	74	1385	26	348	107	3311	513	66	645	1936	0,72	3,89
Total do Setor	N.º Emp. 3	23791	74	1651	37	429	131	3653	435	288	743	2468		

COMUNICAÇÃO

082 - Telerj	12	7497	63	90	- 97	407	113	5280	50	0	7703	7703	0,01	4,80
Total do Setor	N.º Emp. 1	7497	63	90	- 97	407	113	5280	50	0	7703	7703		

Cód.	Lucro Lf./ Patr. Lf.		Lucro Lf./ Rec. Operac.		Dividendos/ Lucro Lf.		Exig./ Patr. Lf.		Exig. L. P./ Exig. Total		Cobertura de Desp. Financ.		Liquidez Corrente		Ativo Perm./ Patr. Lf.		Investimentos/ Imobilizado		Receita Operac./ Ativo Total	
	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)
058	16,9	12,7	11,9	13,2	35	31	108	82	38	35	308L	86L	58	43	165	156	210	152	38	29
059	17,8	13,7	14,2	10,5	53	59	53	55	31	27	920	404	161	134	89	97	37	38	41	45
060	23,1	22,9	6,1	5,3	25	21	99	97	26	25	467	331	117	123	112	105	10	7	116	131
061	61,9	13,8	17,3	3,9	21	67	52	148	0	4	1940	771	244	151	23	31	4	9	127	97
062	32,9	43,3	6,8	10,1	41	27	111	88	3	2	330	745	69	74	114	116	15	18	122	112
063	12,0	23,6	3,8	6,6	40	23	53	67	4	12	350	491	133	129	84	87	28	17	123	118
064	19,8	12,6	21,3	16,4	19	20	29	20	26	18	529L	261	123	126	100	98	407	491	40	41
065	30,5	16,7	4,9	4,4	23	27	173	201	14	11	1590L	1050L	101	101	110	105	23	54	146	84
066	29,8	30,3	12,9	13,8	16	14	37	43	10	11	975	1338	128	123	94	95	145	170	101	99
067	19,0	17,4	9,2	8,7	63	83	49	64	1	0	6820	8948	152	143	72	69	53	54	81	74
	20,8	17,1	10,4	9,3	43	50	60	67	19	15	937	446	128	119	93	96	80	81	70	65
068	31,3	20,5	3,9	2,6	19	ND	79	143	0	12	284	228	109	118	80	79	90	110	279	267
069	26,6	26,7	13,0	15,0	20	17	72	55	24	21	580L	1123	217	255	52	41	18	14	83	76
070	29,1	11,7	14,5	10,5	25	51	16	18	0	0	7145	****	587	535	22	18	17	35	85	72
	27,7	20,6	11,4	11,3	22	24	50	45	24	20	806	1273	264	286	42	34	23	23	99	89
071	16,6	21,2	6,9	8,0	52	ND	88	58	7	3	150	150L	114	115	86	82	140	130	79	100
	16,6	21,2	6,9	8,0	52	0	88	58	7	3	150	150L	114	115	86	82	140	130	79	100
072	46,8	15,8	8,4	4,4	17	22	86	115	11	14	332	200	108	96	98	117	8	10	151	138
073	19,1	36,7	7,1	9,0	25	10	137	129	61	55	NR	147	309	255	71	77	62	102	60	90
074	8,5	3,6	1,5	0,6	83	133	99	97	8	2	1059L	1202L	147	146	57	49	8	11	212	225
075	20,6	13,1	6,1	2,3	26	24	30	29	7	0	2214L	1092	483	685	86	79	25	16	102	135
076	42,1	36,3	8,3	6,6	24	24	110	108	29	47	396	195	172	201	91	83	40	65	164	199
077	32,7	9,0	6,6	2,4	7	25	76	96	26	20	704L	284L	203	160	60	71	1	2	162	120
078	22,3	17,1	7,8	6,5	24	24	90	63	24	17	474	380	176	183	73	63	6	19	87	94
	28,1	31,5	7,4	6,9	24	17	114	114	44	46	419	166	223	216	80	81	39	61	99	125
079	7,8	0,00	12,1	0,0	68	NR	17	11	0	0	NR	NR	79	126	102	96	15	3	32	26
080	35,1	43,2	4,6	6,8	12	29	407	254	41	37	212	121	90	94	287	199	3	2	93	84
081	32,2	23,3	9,6	7,0	15	25	142	179	46	49	1130L	157	114	113	150	172	6	8	46	45
	31,9	24,7	8,8	6,9	15	26	158	184	45	47	688	149	109	110	158	174	6	7	50	49
082	17,0	0,3	65,0	1,2	6	452	30	43	52	63	202	39	39	37	127	137	42	34	9	9
	17,0	0,3	65,0	1,2	6	452	30	43	52	63	202	39	39	37	127	137	42	34	9	9

cont.

XXIX

ANÁLISE CONJUNTURAL FINANCEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS

conclusão

Empresas	Mês	Receitas Operacionais	VA%	Lucro Líquido	VA%	Dividendos	VA%	Invest. Imobil.	VA%	Subscr.	Bonif.	Nº Ações Fin.	Lucro Líq./Ação	Valor Patrimonial
		79	79/78	79	79/78	79	79/78	79	79/78	79	79	79	79	79

ELETRICIDADE

083 - CBEE	12	3183	64	842	81	138	134	1138	104	0	447	1529	0,55	2,76
084 - CESP	12	23092	88	8002	17	5310	42	12574	42	3891	11413	54147	0,15	2,55
085 - Light	12	43646	65	4602	63	2181	0	12892	129	0	6616	18176	0,25	2,66
086 - Mineira Elet.	12	340	66	26	-15	12	-15	ND	ND	16	37	113	0,23	2,87
087 - Paulista F. Luz	12	6959	66	-34	-112	0	-100	2912	93	416	1037	3282	-0,01	2,57
Total do Setor	Nº Emp. 5	77218	71	13438	29	7641	21	29517	78	4323	19549	77247		

SERV. DIVERSOS

088 - Brasmotor	11'	21	NR	279	34	76	148	ND	ND	227	181	421	0,66	4,46
089 - Cons. Real Adm.	12	0	NR	364	139	39	393	0	ND	20	280	335	1,09	5,79
090 - Docas Imbituba	12	32	-4	10	-77	5	63	0	ND	0	19	54	0,18	3,41
091 - Docas Santos	12	172	69	414	40	134	50	87	-38	0	1343	1492	0,28	2,37
092 - Itausa	01*	1279	43	755	14	100	61	ND	ND	0	975	500	1,51	11,56
093 - P.V.	12	25	139	305	54	86	81	6	1040	57	458	660	0,46	2,48
Total do Setor	Nº Emp. 6	1527	47	2126	37	440	82	93	-34	305	3256	3461		

COMÉRCIO

094 - And. Clayton	12	8286	57	201	89	162	31	75	5	0	194	540	0,37	3,75
095 - L. Americanas	12	10139	60	445	-5	250	66	ND	ND	450	413	1250	0,36	3,83
096 - Minas Máquinas	12	550	15	8	-16	2	-9	ND	ND	0	16	45	0,17	4,61
097 - Motorista União	12	181	53	4	-24	ND	ND	ND	ND	0	5	15	0,25	6,65
Total do Setor	Nº Emp. 4	19156	57	657	12	414	48	75	5	0	629	1850		

HOTELARIA E TURISMO

098 - Auto Tour	12	204	26	6	-65	5	-14	ND	ND	0	41	142	0,05	1,51
099 - Hot. Bradesco	11*	88	75	2	11	1	-72	12	ND	0	0	31	0,07	6,48
100 - Hotisa	12	0	-100	0	NR	0	NR	38	-38	ND	ND	53	0,00	1,29
101 - Tur. Bradesco	12	653	91	163	67	32	56	64	ND	12	93	292	0,56	2,62
Total do Setor	Nº Emp. 4	945	65	171	48	38	32	38	-38	12	134	517		

PETRÓLEO E GÁS

102 - Petrobrás	12	225233	64	21562	2	6793	38	24186	26	0	18869	37738	0,57	5,12
103 - São Paulo Petr.	12	3710	77	39	121	9	124	16	-19	0	25	70	0,55	5,18
Total do Setor	Nº Emp. 2	228943	64	21601	2	6802	38	24202	26	0	18894	37808		

GRUPO NÃO-FINANCEIRO

104 - Nac. Privadas	Nº Emp. 77	202553	75	17094	55	5033	69	13406	116	4643	14645	35236		
105 - Estatais	10	376172	66	33997	-6	15575	28	80051	48	4604	52469	139134		
106 - Estrangeiras	16	87378	53	4171	-25	3743	45	7029	61	0	6775	18584		
Total do Grupo	103	666103	67	55261	5	24351	38	100486	55	9247	73869	192954		
Todas Empresas	174	1137730	75	89239	14	39913	43	101136	55	17633	101369	271147		

XXX

Rbmecc 16/80

Cód.	Lucro Líq./ Patr. Líq.		Lucro Líq./ Rec. Operac.		Dividendos/ Lucro Líq.		Exig./ Patr. Líq.		Exig. L. P./ Exig. Total		Cobertura de Desp. Financ.		Liquidez Corrente		Ativo Perm./ Patr. Líq.		Investimentos/ Imobilizado		Receita Operac./ Ativo Total	
	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)	78 (%)	79 (%)
083	38,4	25,3	23,9	26,5	13	16	114	114	65	50	96	100	85	46	180	183	0	0	25	25
084	9,8	7,0	55,5	34,7	55	66	48	66	79	74	285	58	45	38	143	155	5	3	8	9
085	10,6	11,6	10,7	10,5	77	47	114	162	78	73	209	57	112	88	184	222	0	0	30	26
086	17,5	9,7	14,1	7,7	47	47	52	66	71	56	NR	99	196	135	122	126	6	6	31	31
087	6,6	-0,5	6,9	-0,5	112	NR	126	174	79	74	150	28	106	62	194	241	0	0	26	23
	10,2	8,2	23,2	17,4	60	57	68	95	78	73	237	55	79	61	155	176	3	2	17	16
088	37,4	19,7	NR	361,0	15	27	1	6	26	50	NR	1171	1998	341	84	95	****	0	ND	1
089	28,4	24,1	NR	NR	5	11	1	1	0	0	NR	NR	849	543	94	94	****	****	ND	ND
090	56,1	6,2	128,4	30,1	8	57	53	63	76	73	NR	NR	286	377	78	71	1	1	15	9
091	16,0	14,2	291,0	241,1	30	32	29	31	34	30	NR	NR	401	328	55	57	289	75	2	3
092	31,9	16,5	73,9	59,1	9	13	39	21	71	46	240L	232L	118	121	130	120	226	283	16	16
093	32,7	23,9	923,3	240,7	24	28	12	6	16	0	3469L	4265L	98	43	102	104	58800	28581	1	1
	27,3	18,0	149,9	139,2	15	21	25	18	57	41	298L	334	267	232	97	96	382	306	9	9
094	9,7	12,2	2,0	2,4	115	80	103	149	19	15	206L	260L	132	131	87	78	16	16	137	164
095	21,7	11,7	7,4	4,4	32	56	50	48	4	8	NR	***	139	156	82	77	10	2	118	110
096	8,5	4,4	1,9	1,4	23	25	37	22	4	1	291	311	207	292	64	55	15	6	218	177
097	9,0	4,5	4,2	2,1	54	ND	29	22	2	2	NR	NR	182	208	75	75	3	2	130	142
	17,2	11,5	4,8	3,4	47	63	65	75	11	12	213	631	138	144	83	77	12	6	128	130
098	15,4	3,5	11,3	3,1	33	81	29	28	0	0	764L	314L	123	139	87	84	355	392	73	65
099	1,6	1,2	3,6	2,3	100	25	4	5	0	0	221	NR	363	312	88	89	1	1	24	28
100	-2,1	-0,1	-8,3	NR	NR	NR	15	7	0	14	308L	300	42	170	109	95	0	0	14	ND
101	27,3	27,0	28,4	25,0	21	20	51	73	0	13	NR	NR	231	210	32	39	39	39	50	48
	17,6	16,4	20,2	18,1	24	22	34	51	NR	12	437	314	208	204	61	58	57	47	46	47
102	21,0	13,7	15,3	9,6	23	32	80	126	21	18	5814L	246L	122	112	101	104	27	30	63	52
103	9,8	13,1	0,8	1,0	23	24	121	172	0	0	NR	NR	112	109	78	76	12	15	338	314
	21,0	13,7	15,1	9,4	23	31	80	126	21	18	5814L	246L	122	112	101	104	27	30	64	52
104	18,8	16,0	9,6	8,4	27	29	68	72	34	31	354	242	158	147	93	95	53	54	62	64
105	13,6	8,0	15,9	9,0	34	46	79	113	53	48	307	77	109	96	137	151	14	13	32	29
106	20,4	9,6	9,7	4,8	47	90	71	85	23	21	316	280	171	148	75	77	48	54	69	65
	15,0	9,6	13,2	8,3	34	44	76	103	48	44	319	105	125	108	124	135	20	19	40	38
	16,1	11,1	12,1	7,8	35	45														

XXXI



Resenha das Teorias sobre o Mercado de Capitais com Ênfase na Análise Markoviana *

Nelio D. Pizzolato **

Este trabalho objetiva examinar as diversas abordagens existentes sobre o comportamento do mercado de ações. Atenção maior é dedicada ao uso da análise markoviana como ferramenta para validar as diversas teorias. O artigo pretende apresentar de uma forma ordenada os diversos conceitos e resultados relevantes, bem como reunir considerável bibliografia de referência para os interessados no tema.

This article examines some of the main theoretical issues concerning corporate securities market performance. It emphasizes the use of markovian chain analysis as a tool to validate various existing theories. The article also presents various theoretical concepts and relevant empirical results, as well as a comprehensive bibliography for those interested in this subject.

INTRODUÇÃO

A especulação no mercado acionário é um jogo antigo e a possibilidade de se fazer grandes fortunas tem levado muita gente a desenvolver regras e métodos de jogo, alguns científicos, outros extracientíficos, tais como métodos baseados em astrologia. Outras pessoas têm utilizado métodos iníquos e desonestos, sendo estas, provavelmente, as mais bem-sucedidas em suas atividades. Dentre os métodos científicos mais utilizados destacamos as seguintes classes de abordagem:

- Teoria da Análise do Valor Intrínseco;
- Teoria Gráfica ou Técnica;
- Teoria do Caminho Aleatório; e
- Análise Markoviana.

TEORIA DA ANÁLISE DO VALOR INTRÍNSECO

A determinação do valor intrínseco de uma ação e a antecipação de sua futura cotação constituem o trabalho tradicional do analista de títulos. Como o nome sugere, a preocupação do analista consiste em analisar dados financeiros, econômicos e administrativos básicos sobre a firma em estudo. Em outras palavras, esta abordagem pressupõe que em qualquer ponto no tempo um certo título tem um valor intrínseco que depende do potencial de lucros e sua variabilidade, de vários aspectos da administração financeira, tais como política de dividendos, relação dívida/patrimônio líquido, perspectivas para a indústria etc. O ambiente macroeconômico em que a firma se insere é também parte importante da análise, incluindo níveis de atividade para cada setor, inflação, políticas monetárias previstas, crédito, comércio internacional etc. Como produto final da análise, uma estimativa do valor intrínseco é alcançada. Para o investidor comum a melhor estimativa, a cada instante, do

* O autor agradece a Gerson Appenzeller por ter lido este trabalho e apresentado valiosas sugestões. As impropriedades e erros, porém, são de exclusiva responsabilidade do autor.

** Nelio D. Pizzolato é Professor Associado do Departamento de Engenharia Industrial da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

valor intrínseco de um título é justamente o seu preço de mercado, o qual é fortemente afetado pelo grande número de analistas profissionais desempenhando tal tipo de atividade.¹

TEORIA GRÁFICA OU TÉCNICA

A análise gráfica é a antítese da análise do valor intrínseco. Os analistas técnicos argumentam que os padrões delineados pelos movimentos anteriores de preço e volume de cada ação condicionam seu preço futuro. Estes analistas pressupõem que a história tende a se repetir. Em consequência, a previsão de preços é obtida através do conhecimento profundo dos padrões passados do comportamento de preços, a fim de reconhecer situações de provável recorrência. Segundo a terminologia estatística, diríamos que mudanças sucessivas de preços são dependentes. A Teoria Dow é a abordagem mais difundida, enquanto que outras técnicas conhecidas são: gráfico de barras; gráfico ponto-grafia; índice de confiança etc.²

TEORIA DO CAMINHO ALEATÓRIO

A teoria do caminho aleatório tem sido a esfera de ação de economistas e, principalmente, de estatísticos. Esta abordagem pressupõe a "hipótese do mercado eficiente", no qual existe um grande número de indivíduos racionais que maximizam lucros competindo ativamente e onde todas as informações encontram-se de forma integral e gratuita disponíveis para todos os participantes. Em consequência, em um mercado eficiente, em qualquer ponto no tempo o preço corrente de um título será uma estimativa perfeita de seu valor intrínseco. Na prática, devido à incerteza sobre eventos futuros e à diferença em julgamentos, o preço corrente de um título tende a vagar aleatoriamente em torno de seu valor intrínseco.

Naturalmente, valores intrínsecos podem mudar através do tempo como resultado de novos eventos, tais como o êxito de uma pesquisa, nova administração etc. Em um mer-

cado eficiente pressupõe-se que os efeitos de fatos novos sobre valores intrínsecos refletem-se "instantaneamente" nos preços correntes. Em termos estatísticos, estes efeitos combinados determinam o caminho aleatório e implicam que sucessivas mudanças de preços são independentes.

A teoria do caminho aleatório é antagônica à teoria gráfica, que pressupõe dependência com os dados passados. Por outro lado, ela reconhece a importância da análise do valor intrínseco, admitindo que as mudanças de preços são aleatórias, mas variando em torno de seu valor intrínseco.

A maioria dos trabalhos teóricos neste campo estabelece as condições de equilíbrio em termos de retornos esperados, condicionados a um conjunto de informações relevantes ϕ_t :

$$E(P_{j,t+1} | \phi_t) = [1 + E(\bar{r}_{j,t+1} | \phi_t)] P_{jt}$$

onde,

P_{jt} = preço do título j no instante t ;

$\bar{r}_{j,t+1}$ = retornos percentuais de um período. O til indica variáveis aleatórias;

$E(P_{j,t+1} | \phi_t)$ = valor esperado do preço da ação j no período $t+1$, dado um conjunto de informações ϕ_t ; e

$E(\bar{r}_{j,t+1} | \phi_t)$ = valor esperado do retorno unitário da ação j no período $t+1$, dado um conjunto de informações ϕ_t .

A literatura empírica condiciona o ajuste de preços de títulos às três informações relevantes abaixo mencionadas:^{3 e 4}

a) testes de forma fraca — informação consiste em preços históricos;

¹ Para maiores detalhes e referências veja Francis & Archer [17] e Latané & Tuttle [21]. A análise do valor intrínseco é sistematizada em nosso país pelos fundos de investimento que investigam, em maior ou menor detalhe, o valor dos papéis oferecidos ao público, de forma a comprar e operar suas carteiras de títulos.

² A deficiência destas técnicas é que lhes falta conteúdo analítico e também suporte lógico. Entretanto, se um segmento bastante amplo de investidores obedecer a tais técnicas elas certamente serão confiáveis. Para maiores informações veja Francis & Archer [17] e Latané & Tuttle [21, pp. 353-379]. Em nosso país a teoria gráfica desfrutou de popularidade generalizada, especialmente durante o início da presente década. Com respeito à Teoria Dow, veja Fisher & Jordan [16, pp. 402-403].

³ A referência básica é Fama [10] e também Fama [11], [12] e [13] e Nelson & Schwert [25]. Nos Estados Unidos, graças à abundância de dados históricos computadorizados em *data set* à disposição de universidades e outros centros de pesquisa, existe uma torrente de teses, dissertações, relatórios e estudos sobre validação empírica de tais testes, sob as mais diversas hipóteses.

⁴ Em nosso país pode-se citar Brito [5] que propõe adaptação das metodologias para condições inflacionárias e Brito [6] que examina a formação de expectativas inflacionárias no mercado de Letras do Tesouro Nacional. Appenzeller [2], aplicando testes de forma fraca, investigou o comportamento do mercado de Letras do Tesouro Nacional utilizando, numa primeira fase, modelos de Eficiência do Mercado, tendo rejeitado tal hipótese. Em seguida, empregando modelos de séries temporais do tipo Box-Jenkins, ele confirmou o resultado anterior. Finalmente, realizando um teste de forma semiforte para detectar os determinantes de causalidade das taxas de juros das Letras do Tesouro Nacional, verificou a independência desse mercado, usando como indicadores antecedentes as taxas de inflação e as taxas de variação nos meios de pagamento.

- b) **testes de forma semiforte** — testam se os preços se ajustam eficientemente a outras informações disponíveis ao público (tais como balanços anuais, bonificações em ações etc.); e
- c) **testes de forma forte** — testam se certos grupos de têm acesso monopolista a qualquer informação relevante para a formação de preços.

Em uma defesa pragmática de sua teoria, alguns adeptos do caminho aleatório calcularam o retorno resultante de uma política de seleção aleatória de títulos e demonstraram que este retorno não é significativamente pior que o retorno obtido por fundos mútuos e outras instituições similares.⁵

ANÁLISE MARKOVIANA

Este tipo de processo estocástico tem uma posição menos extrema em relação às teorias anteriores. Não constitui uma teoria, em si própria, mas pretende usar o poder de sua metodologia para determinar se um processo é dependente ou independente, bem como outros tipos de testes. Deste modo, a análise markoviana consiste em um poderoso juiz entre teorias conflitantes.

A análise markoviana apresentada por Dryden [8] é utilizada no sentido restrito de testar séries de corridas. A análise de corridas nos dados é uma técnica freqüentemente utilizada para investigação da hipótese do caminho aleatório. Geralmente é usado o sinal positivo (+) quando a mudança de preço é positiva, e o sinal negativo (-) quando a mudança é negativa. Uma corrida é, portanto, uma seqüência de um ou outro dos símbolos. É claro que, se existe uma tendência de os movimentos nos preços apresentarem alguma inércia, é provável que existam corridas longas de um mesmo sinal, enquanto que se o processo que gera movimento de preços for estacionário com média nula, os sinais tendem a flutuar aleatoriamente e as corridas são provavelmente curtas.

Dryden [8] classificou a mudança de preço de uma ação em três estados: aumento (*I*), diminuição (*D*) ou nenhuma mudança (*N*). Uma corrida foi definida como o número de observações sucessivas de um certo estado. Dryden converteu uma longa série de dados para uma tabela de freqüência de mudanças e depois para uma matriz de transição. Tal matriz foi utilizada para testar a dependência entre estes estados.

Ryan [27] ampliou o trabalho de Dryden a fim de desenvolver previsões usando observações semanais de 14 diferentes empresas. Uma característica básica de sua análise, que difere de outros estudos, é que as observações são deflacionadas através de um índice que reflete o nível geral do

mercado acionário naquele momento. Este procedimento produziu para cada empresa um índice que media a força relativa das ações da empresa, comparada com o mercado como um todo. A partir daí a amplitude da variação de cada índice, para cada empresa, foi dividida em cinco classes, que constituíram os cinco estados do sistema. Fielitz [14] e Fielitz e Bhargava [15] ampliaram ainda mais a análise markoviana: no primeiro, as corridas foram testadas através de uma técnica diferente (veja subitem referente à Estacionariedade a seguir) e no segundo, a análise markoviana foi utilizada de forma extraordinária, para vários propósitos distintos (veja subitem relativo a Testes de Hipótese e Regiões de Confiança).

Na seqüência deste artigo examinamos diversos estudos matemáticos sobre o comportamento do preço das ações, emprego das Cadeias de Markov e apresentamos também alguns comentários e conclusões.

CAMINHO ALEATÓRIO E ESTUDOS MATEMÁTICOS

CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

O trabalho acadêmico pioneiro no campo de preço de ações foi desenvolvido por Bachelier [7] em 1900. Seu trabalho é um ponto de referência não só no estudo deste campo específico, mas também no desenvolvimento de processos estocásticos. Kolmogoroff, por exemplo, reconhece explicitamente nas idéias de Bachelier um ponto de partida para seu próprio trabalho.

No domínio específico de preço de ações o estudo de Bachelier ficou isolado até que, em anos recentes, vários autores apoiaram suas pesquisas neste tema, não, evidentemente, com o objetivo de encontrar um caminho para a fortuna, mas para estabelecer o relacionamento dos mercados de títulos com suas teorias. Como um exemplo, Roberts [7], utilizando simulação — a qual denominou de modelo probabilístico — demonstrou que, de fato, uma realização do caminho aleatório se parecerá muito com uma série real de preços de ações.

Uma das possíveis maneiras de expressar o modelo do caminho aleatório é:

$$P_t = P_{t-1} + e_t$$

onde,

P_t = preço no período t ;

e_t = resíduo no período t ;

$E(e_t)$ = 0; e

$\text{cov}(e_t, e_{t-s}) = 0$, para todo $s \neq 0$.

⁵ Para maiores informações sobre o caminho aleatório veja Cootner [7], Granger & Morgenstern [18] e Fama [12].

As relações acima indicam que as mudanças nos preços não podem ser previstas a partir de preços anteriores.

Seja a série de preços $P_t, P_{t-1}, P_{t-2}, \dots$. Cada preço será uma variável aleatória e a série completa terá uma distribuição multivariada. Consideremos agora a distribuição condicional de P_t , sabendo-se que $P_{t-j}, j > 0$ tem valores fixos. É natural admitir-se que:

$$E(P_t | P_{t-j}, j > 0) = f(P_{t-1}, P_{t-2}, \dots).$$

Uma série P_t é definida como uma *martingale* se a função $f(\cdot)$ tomar a forma $f(\cdot) = P_{t-1}$, de modo a se ter:

$$E(P_t | P_{t-j}, j > 0) = P_{t-1}.$$

Claramente, o modelo $P_t = P_{t-1} + e_t$ definido anteriormente constitui em particular um *martingale*. Tanto o caminho aleatório, como o *martingale* indicam que o preço no instante t está centrado no valor assumido por P_{t-1} , sendo ignorada toda a seqüência anterior de valores. As diferenças entre os dois conceitos estão na forma de se definir os resíduos, sendo o caminho aleatório uma definição mais restritiva que o *martingale*. Outros modelos podem ser obtidos por meio de outras restrições sobre os resíduos e_t . Como exemplos temos:

- Se e_t, e_{t-s} são não-correlacionados, P_t é um *martingale* de segunda ordem;
- Se e_t, e_{t-s} são independentes, P_t é um caminho aleatório estrito; e
- Se e_t, e_{t-s} são independentes e identicamente distribuídos segundo uma normal, P_t é um processo de Wiener.

Uma implicação importante do modelo do caminho aleatório é que a melhor previsão para qualquer preço futuro é o preço mais recente disponível, enquanto que a variância aumenta linearmente. Consideremos a expressão $P_{t+1} = P_t + e_{t+1}$. Por aplicações repetidas obtemos $P_{t+n} = P_t + \sum_j e_{t+j}$. Uma vez que $E(\sum_j^n e_{t+j}) = 0$ e $V_n = \text{var}(\sum_j^n e_{t+j})$, o resultado se segue. Caso se pressuponha que todos os resíduos sejam identicamente distribuídos com variância comum σ_e^2 então $V_n = n\sigma_e^2$.

Para uma discussão detalhada do caminho aleatório veja Granger & Morgenstern [18]. A teoria do caminho aleatório envolve, na verdade, duas hipóteses distintas: a) mudanças sucessivas de preço são independentes e b) as mudanças sucessivas de preços adaptam-se a algumas distribuições probabilísticas e são distribuídas identicamente.

A DISTRIBUIÇÃO PROBABILÍSTICA

Os resultados obtidos por vários autores, como por exemplo, Kendall, Osborne, Alexander, Fama, Hagin, Kruszenga, mostram que a distribuição é aproximadamente log-normal, ou seja, a distribuição de $X_t = \ln P_t - \ln P_{t-1}$ para uma determinada ação é aproximadamente normal. Este resultado tem um atrativo natural; uma vez que de acordo com Niederhoffer & Osborne [26] são as mudanças nos logaritmos dos preços, e não as mudanças em preços absolutos, que independem umas das outras. Por outro lado, as transformações logarítmicas são grosseiramente equivalentes à proposição de que investidores do mercado acionário estão mais interessados em mudanças proporcionais no valor das ações do que em valores absolutos.

Entretanto, enquanto a distribuição normal é aproximada, o ajustamento não é satisfatório, e muitos pesquisadores encontraram na distribuição de X_t grande quantidade de leptocurtosis (a relação entre o quarto momento e o quadrado do segundo momento sendo maior que 3: $\beta_2 = M_4/M_2^2 > 3$). Pesquisas posteriores, conduzidas por Mandelbrot, Fama e Hagin, indicam que a assim chamada família não Gaussiana da distribuição estável de Pareto oferece um ajustamento muito melhor.

FAMÍLIA ESTÁVEL DE PARETO

Uma de suas propriedades consiste no fato de a distribuição normal ser uma de suas formas particulares. Outra propriedade afirma que, com exceção do caso onde a família Gaussiana esteja presente, a variância da família de distribuição estável de Pareto é infinita (não estável) e portanto não pode ser utilizada como medida de dispersão. A média, no entanto, é estável. Outros momentos além dos já citados são também infinitos.⁶

Uma discussão detalhada sobre a distribuição de Pareto e sobre a família estável de Pareto pode ser encontrada em Fama [9], Johnson & Kotz [19] e Mandelbrot [24], entre outros. Em resumo, a lei formulada pelo economista Vilfredo Pareto, descrevendo a distribuição de renda sobre a população, é expressa como:

$$N = Ax^{-a},$$

onde,

N = número de pessoas tendo uma renda $\geq x$; e

A, a = parâmetros.

⁶ Variância infinita não significa que uma variância amostral seja propriamente infinita, mas sim que tal variância apresenta um comportamento errático, mesmo para amostras bastante extensas.

Reescrevendo como:

$$P(x) = \text{pr}(X \geq x) = \left(\frac{k}{x}\right)^a,$$

ou,

$$F_X(x) = 1 - \left(\frac{k}{x}\right)^a,$$

onde,

$P(x)$ = probabilidade da renda ser maior que x , sendo k uma determinada renda mínima;

$k, a > 0; x \geq k; e$

$F_X(x)$ = distribuição cumulativa da renda.

A expressão de $F_X(x)$ é conhecida como "distribuição de Pareto do primeiro tipo". Outras formas hipotéticas também foram propostas por Pareto.

Mandelbrot [24] publicou recentemente vários trabalhos sobre uma classe de distribuições que foi denominada "Pareto estável". No desenvolvimento da teoria ele distingue duas formas da lei de Pareto:

a) Lei Forte de Pareto:

$$1 - F_X(x) = \left(\frac{x}{k}\right)^{-a} \quad \text{se } x \geq k; e$$

$$= 1 \quad \text{se } x < k.$$

b) Forma assintótica fraca da lei de Pareto:

$$1 - F_X(x) = \left(\frac{x}{k}\right)^{-a} \quad \text{para } a \rightarrow \infty.$$

Isso implica que, se $\log(1 - F_X(x))$ for lançado contra $\log x$, a curva resultante deve ser assintótica a uma linha reta com inclinação igual a $-a$, à medida que x se aproxima do infinito. Foi demonstrado por Levy [22] que existe uma classe de distribuições que segue a forma assintótica da lei de Pareto e é caracterizada pelo fato de $0 < a < 2$. Estas são conhecidas como Pareto estáveis ou distribuições não Gaussianas estáveis. A distribuição normal ($a = 2$) também é um membro da família das leis estáveis e apresenta a propriedade de ser a única com uma variância finita. Uma outra propriedade das leis estáveis não Gaussianas quando $1 < a < 2$ é que a média é finita.

ESTACIONARIDADE

Fielitz [14] apresenta um teste para o comportamento dos preços de ações — o "teste tendência"⁷. Ele define os dados estacionários como representantes de qualquer

classe de dados cujas propriedades estatísticas não se modificam com o tempo. Na maioria das aplicações de análise de séries temporais — análise espectral e teoria de processos estocásticos — exige-se um exame de estacionaridade, antes que uma investigação significativa possa ser realizada.

Dados $\{X_{st} : s = 1, \dots, S; t = 1, \dots, T\}$, uma coleção de S processos aleatórios discretos, a estacionaridade é testada através da investigação dos registros amostrais individuais discretos x_{st} . O intervalo de tempo total é dividido em R intervalos de tempos iguais. São considerados independentes os dados para cada intervalo de tempo, obtendo-se:

$$\bar{x}_{st_1}, \bar{x}_{st_2}, \dots, \bar{x}_{st_R} \quad \text{— média amostral}$$

$$\bar{x}_{st_1}^2, \bar{x}_{st_2}^2, \dots, \bar{x}_{st_R}^2 \quad \text{— quadrados médios.}$$

Estas seqüências são testadas para verificar a presença de distúrbios pelo "teste tendência". O teste consiste basicamente em contar o número de arranjos inversos A e comparar esse número com o número médio esperado de arranjos inversos para a seqüência de observações aleatórias independentes da mesma variável. Os parâmetros esperados são:

$$\mu_A = \frac{R(R-1)}{4} \quad \sigma_A^2 = \frac{R(2R+5)(R-1)}{72}$$

Um excesso estatisticamente significativo de A sobre μ_A para \bar{x}_{st_r} indica uma tendência negativa em x_{st} , enquanto uma deficiência correspondente de A indica uma tendência positiva. Do mesmo modo, um excesso estatisticamente significativo de deficiência de A relativo a μ_A para $\bar{x}_{st_r}^2$ indica variação irregular no valor quadrado médio.

O teste foi aplicado para dados sobre preço de 200 ações para o período 23/12/63 até 29/11/68, com os logaritmos dos preços. Concluiu-se que os dados eram estacionários, no que diz respeito ao valor médio, e instáveis, no que diz respeito ao valor quadrado médio. É interessante notar que estes resultados excluem a utilização de variância como uma medida de dispersão, reforçando o grupo de pesquisas que propõe a família não Gaussianas da distribuição de Pareto estável para X_{st} .

NÃO-ESTACIONARIDADE

Boness et alii [4] apresentam outra teoria que conflita com muitos dos resultados já mencionados. Esta teoria indica a possibilidade de o causador de mudanças sucessivas em logaritmos de preços de ações ser um processo não estacionário.

⁷ O "teste tendência" pode ser encontrado em Bendat & Piersol [3, pp. 219-233], e em Kendall & Stuart [20, v. I, II, pp. 477-480 e III, pp. 357-358].

Argumentam os autores que uma suposta distribuição de Pareto estável e estacionária relativa a uma variável poderia ser atribuída a uma seqüência de um processo Gaussiano não estacionário.

Afirmam ainda que uma classe de distribuições, chamada "distribuições contaminadas", apresenta uma forma quase normal porém com uma cauda mais larga que a normal, isto é, a amostra de uma distribuição contaminada terá observações extremas mais freqüentemente que uma normal. O mesmo atributo se aplica a uma distribuição de Pareto estável com expoente característico menor que dois. Um dos casos mais usuais da contaminação de amostras é a heterogeneidade de dados retirados de duas ou mais populações distintas. Se estas apresentam diferentes variâncias, porém a mesma média, espera-se que a distribuição amostral tenha caudas mais largas que uma distribuição normal. Todavia, a distribuição do total de observações terá caudas mais estreitas se for uma mistura de dados de populações com a mesma variância, mas com médias diferentes.⁸

Esta hipótese sugere que distribuições empíricas de mudanças no preço de ações através de períodos de tempo suficientemente longos para incluir mudanças substanciais na estrutura de capital podem parecer Pareto estável em confronto com a alternativa de normalidade, mas, em verdade, podem igualmente ser apenas contaminações de distribuições normais.

O USO DAS CADEIAS DE MARKOV

CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

Para conhecer o poder de exploração das técnicas markovianas de mudanças nos preços de ações, é necessário considerar, primeiramente, alguns de seus recursos.

Seja um sistema observado numa seqüência de instantes discretos t , de forma a $V(t)$ representar o estado do sistema no instante t . Suponha ainda que se tenha um conjunto de estados do sistema, ou possíveis resultados, $1, 2, \dots, V$, sendo esses estados resultado de experimentos sucessivos, nos quais o sistema altera seu estado corrente segundo uma certa função discreta de probabilidade.

Diversas hipóteses podem ser feitas para examinar a série de variáveis aleatórias $V(t)$, ou seqüência de possíveis resultados, como por exemplo:

- a) Cada variável aleatória independe dos resultados anteriores;
- b) O estado do sistema evolui segundo uma cadeia de Markov, ou seja, há uma dependência que supõe que o resultado de um experimento depende do

resultado do experimento diretamente anterior, e apenas deste; e

- c) O estado do sistema evolui segundo uma cadeia de Markov de ordem r , ou seja, há uma dependência que supõe que o resultado de um experimento depende dos resultados dos r experimentos diretamente anteriores, e apenas destes.

Assim, no caso da cadeia de Markov de primeira ordem, a cada par (V_j, V_k) corresponde uma probabilidade condicional p_{jk} , $j, k = 1, 2, \dots, V$. A probabilidade p_{jk} é chamada de probabilidade de transição de primeira ordem do processo.

As probabilidades de transição de primeira ordem para uma cadeia de Markov, representadas por $p_{jk}(t)$, são as probabilidades condicionais de transição, em uma etapa, do estado j no instante $t-1$ para o estado k no instante t . Uma cadeia de Markov é dita ter probabilidades de transição estacionárias se as probabilidades $p_{jk}(t)$ não dependerem de t .

Experimentos independentes constituem um caso especial quando $p_{jk} = a_k$ para cada j , ou seja, cada variável aleatória independe dos resultados anteriores.

Uma transição V_j para V_k em exatamente n etapas pode ocorrer por meio de diferentes caminhos. Se o caminho escolhido não for relevante, pode-se definir $p_{jk}^{(n)}$, que é a probabilidade de encontrar o sistema no estado V_k no instante $r+n$, dado que o sistema se encontrava no estado V_j no instante r . Estes conjuntos de valores $p_{jk}^{(n)}$ podem ser reunidos em uma matriz indicada por P^n .

No caso de experimentos independentes todas as linhas de P^n são idênticas, e está claro que $P^n = P$ para todo n , ou seja, a variável aleatória $V(t+n)$ é independente da variável aleatória $V(t)$.

Para a cotação de cada ação tem-se um caminho aleatório a uma dimensão lançado graficamente contra o tempo, no qual cada experimento é a observação diária, semanal ou qualquer outra. Os estados são definidos de alguma forma como dependentes das magnitudes das oscilações. Tal engenhosidade permite analisar o comportamento da seqüência de estados do sistema, pela análise das freqüências de transição, definidas de várias formas alternativas.

INFERÊNCIA ESTATÍSTICA SOBRE UMA CADEIA MARKOV

Anderson & Goodman [1] desenvolveram várias aplicações estatísticas para cadeias de Markov. A partir de observações de freqüência encontraram estimativas de verossimilhança máxima e suas distribuições assintóticas para

⁸ Para uma discussão mais detalhada de tais distribuições veja Turkey [28].

as probabilidades de transição em uma cadeia Markov de ordem arbitrária.

Testes de relação de semelhança e testes χ^2 (qui-quadrado) são utilizados para testar as seguintes hipóteses:

- As probabilidades de transição de uma cadeia de primeira ordem são estacionárias;
- Caso as probabilidades de transição sejam estacionárias, então serão números especificados; e
- O processo é uma cadeia de Markov de u -ésima ordem contra a alternativa de ser de r -ésima ordem. Considerando $u=0$ e $r=1$ como um caso particular, resulta em testar a hipótese nula de que observações em pontos sucessivos de tempo são estatisticamente independentes, contra a hipótese alternativa de que são de uma cadeia de Markov de primeira ordem.

É demonstrado que as estimativas de verossimilhança máxima das probabilidades de transição para o caso estacionário são:

$$\hat{p}_{ij} = \frac{n_{ij}}{n_i^*} = \frac{\sum_{t=1}^T n_{ij}(t)}{\sum_{k=1}^m \sum_{t=1}^T n_{ik}(t)} = \frac{\sum_{t=1}^T n_{ij}(t)}{\sum_{t=1}^T n_i(t)}$$

onde,

\hat{p}_{ij} = probabilidade de transição dos estados i para j ; $i, j = 1, \dots, m$;

$n_{ij}(t)$ = número de indivíduos no estado i em $t-1$ e j no instante t ;

t = períodos de observação, $t = 0, 1, \dots, T$;

n_i^* = $\sum_j n_{ij}$. Estes n_i^* representam experimentos multinomiais com probabilidades p_{ij} ; e

$n_j(t)$ = número de indivíduos no estado j no instante t .

Quando as probabilidades de transição não são necessariamente estacionárias, as estimativas de semelhança máxima são:

$$\hat{p}_{ij}(t) = \frac{n_{ij}(t)}{n_j(t-1)} = \frac{n_{ij}(t)}{\sum_{k=1}^m n_{ik}(t)}$$

O comportamento assintótico de $\hat{p}_{ij}(t)$ é também desenvolvido para $n \rightarrow \infty$, pressupondo que $n_k(0)/n_j(0) \rightarrow \eta_k$

($\eta_k > 0, n_k = 1$) à medida que $\sum n_j(0) \rightarrow \infty$. As variáveis multinomiais são de forma assintótica normalmente distribuídas. Médias, variâncias e covariâncias da distribuição limite também são encontradas.

TESTES DE HIPÓTESE E REGIÕES DE CONFIANÇA

Para cada uma das alternativas a, b e c apresentadas no subitem referente à Inferência Estatística sobre uma Cadeia Markov são desenvolvidos testes de hipótese, bem como regiões de confiança, através da distribuição χ^2 convenientemente definida. Para maiores detalhes recomenda-se consultar Anderson & Goodman [1]. Além desses resultados, outras interessantes derivações são apresentadas, especialmente se várias amostras são pertencentes à mesma cadeia de Markov.

O USO DA ANÁLISE MARKOVIANA

Fielitz & Bhargava [15] reexaminaram profundamente a questão de dependência em termos de uma cadeia de Markov simples. Seus resultados mostram que o mercado acionário realmente tem memória a curto prazo, no sentido de que apresenta dependência sobre uma mudança de preço bastante recente. O processo torna-se independente para períodos de tempo maiores. Estes autores trabalharam com diferenças em logaritmos de preços ($X_{st} = \ln P_{st} - \ln P_{s, t-1}$; $s = 1, 2, \dots, S$ e $t = 1, 2, \dots, T$, sendo que P_{st} é o preço da ação s no instante t) e consideraram dois conjuntos de dados:

- O processo individual de uma ação s :

$$\{X_{st}, t = 1, 2, \dots, T\}; e$$

- O processo coletivo ou vetorial:

$$\{X_t = X_{1t}, X_{2t}, \dots, X_{St}\}.$$

Para aplicação do modelo de Markov, V estados ($V = 3$) foram definidos:

$$x_t = \text{ascendente } (V = 1), \quad \text{se } x_t > \bar{x}_t + k.MAD;$$

$$x_t = \text{nenhuma mudança } (V = 2), \quad \text{se } \bar{x}_t - k.MAD < x_t < \bar{x}_t + k.MAD; e$$

$$x_t = \text{descendente } (V = 3), \quad \text{se } x_t < \bar{x}_t - k.MAD;$$

onde,

$$\bar{x}_t = \frac{\sum_{t=1}^T x_t}{T} \text{ é a média de mudança de preços durante } T;$$

$$MAD = \frac{\sum_{t=1}^T |x_t - \bar{x}_t|}{T} \text{ é o desvio absoluto médio; e}$$

k = constante apropriada, porém arbitrária. Foi igualada a 0,5 de modo a se ter três classes aproximadamente quase iguais. O desvio *MAD* foi usado, em vez da variância, como justificado no subitem referente à família estável de Pareto.

O conjunto de cálculos foi repetido quatro vezes, de acordo com quatro definições do intervalo de tempo T :

- Modelo de tempo fixo, dando os dados sobre preço de fechamento para:
 - 1) t = intervalos diários; e
 - 2) t = intervalos semanais.
- Modelo de tempo variável, com o preço de cotação mais alto para:
 - 3) t = intervalos diários; e
 - 4) t = intervalos semanais.

FORMAÇÃO DE MATRIZES DE TRANSIÇÃO

A maneira pela qual as matrizes de transição foram formadas difere dependendo de elas serem X_t (o processo vetorial) ou X_{st} (o processo individual).

Para o processo coletivo X_t temos a seguinte forma para cada subintervalo $(t-1, t)$ de T : para cada ação s o valor $x_{s, t-1}$ observado é registrado para $V = 1, 2, 3$, bem como o valor x_{st} para $V = 1, 2, 3$. Tomando-se uma matriz de transição 3×3 referente ao intervalo $(t-1, t)$ este valor particular é registrado na célula adequada. Este procedimento é repetido para todas as ações $s = 1, 2, \dots, S$. O objetivo é sumariar numa série de matrizes de transição o comportamento de todas as ações, para cada relação particular de primeira ordem em $(0, T)$. O mesmo procedimento é também repetido para todos subintervalos de T , sendo investigados $(0, 1), (1, 2), \dots, (t-1, t), \dots, (T-1, T)$, num total de T matrizes diferentes.

Para o processo individual X_{st} o procedimento é o seguinte: dividir $(0, T)$ em C intervalos iguais. Contar para cada s , da mesma forma já descrita, a frequência de transição observada em cada subintervalo $c = 1, 2, \dots, C$. Conseqüentemente, para cada ação s teremos C matrizes.

OS TESTES

a) Testes de Homogeneidade

Homogeneidade foi definida como independência no sentido probabilístico tanto de s como de c , para i e j fixa-

dos. Em outras palavras, o processo vetorial X_t é considerado homogêneo caso as probabilidades $p_{ij}(t)$ sejam as mesmas para todos os componentes de S .

Se o processo vetorial X_t é homogêneo para todo $i, j = 1, 2, 3$, então ele reduz-se a um processo individual X_{st} para qualquer $s = 1, 2, \dots, S$.

Estes X_{st} podem ser considerados como cadeias de Markov com os mesmos valores de parâmetros, ou seja, as mesmas probabilidades de transição. Por outro lado, se X_t não é homogêneo, então todo X_{st} deve ser estudado separadamente para cada $s = 1, 2, \dots, S$.

O teste utilizado é aquele mencionado no subitem referente a Testes de Hipótese e Regiões de Confiança, aplicado porém à frequência:

$$\chi_{ij}^2 = \sum_{\text{estados}} \frac{(f_{\text{obs}} - f_{\text{calc}})^2}{f_{\text{calc}}}$$

com $(C-1)(S-1)$ graus de liberdade, onde cada elemento f_{SC} desta matriz $S \times C$ representa o número de transições observadas da ação s do estado i para o estado j , durante o c -ésimo intervalo de tempo. Portanto, esta matriz cobre todas as ações $s = 1, 2, \dots, S$ e todos os intervalos de tempo $c = 1, 2, \dots, C$, para cada par i, j .

b) Teste de Estacionaridade

Estacionaridade é definida como independência no sentido probabilístico tanto de t como de j , com i fixado e s somado. Em outras palavras, a hipótese nula é:

$$p_{ij}(t) = p_{ij} \text{ para todo } i, j = 1, 2, 3 \text{ e } t = 1, \dots, T$$

$$\chi_i^2 = \sum_{\text{estados}} \frac{(f_{\text{obs}} - f_{\text{calc}})^2}{f_{\text{calc}}}$$

com $(3-1)(T-1)$ graus de liberdade, onde cada elemento $f_{ij}(t)$ desta matriz $T \times 3$ representa o número de transições observadas entre todas as S ações de um estado fixado i para outro estado $j, j = 1, 2, 3$, durante os subintervalos de tempo $(t-1, t)$. Portanto, esta matriz cobre todos os subintervalos de tempo T , e $j = 1, 2, 3$. Existe um total de três matrizes diferentes, uma vez que $i = 1, 2, 3$. Também:

$$\chi^2 = \sum_{i=1}^3 \chi_i^2$$

com $3(3-1)(T-1)$ graus de liberdade. Este teste foi aplicado primeiramente ao processo coletivo ou vetorial e depois a cada um dos processos individuais, com $(3-1)(C-1)$ graus de liberdade.

c) Teste para Independência ou Teste de Ordem da Cadeia

Este é um teste que visa a verificação de independência no sentido probabilístico tanto de i quanto de s e t somados. Este teste tenta verificar o significado de P_{ij} . A hipótese nula neste caso é a de que o processo markoviano é independente do tempo contra a alternativa de que é dependente do tempo, ou seja, é de primeira ordem. Em outras palavras, recordando que quando as tentativas são independentes $p_{jk} = a_k$ para cada j , a hipótese nula equivale a testar a igualdade das linhas. Se o processo é independente então os valores de transição calculados P_{ij} não têm um comportamento estável e, portanto, não existem. Se a hipótese é rejeitada, o processo será considerado de primeira ordem ou superior. Neste caso, não se tentou descobrir de qual ordem específica ele poderia ser.

$$\chi^2 = \sum_{\text{estados}} \frac{(f_{\text{obs}} - f_{\text{calc}})^2}{f_{\text{calc}}}$$

com $(3 - 1)(3 - 1)$ graus de liberdade, onde cada elemento f_{ij} desta matriz 3×3 representa o número total de transições observadas do estado i para j , para todas as ações e todos os subintervalos de tempo em T . Este teste foi aplicado primeiramente ao processo individual. Os resultados indicam que a hipótese de homogeneidade não é aceitável. Esta hipótese, uma vez rejeitada, torna os outros testes sem sentido. De qualquer forma, os outros testes foram experimentados e os resultados sugerem que o processo coletivo ou vetorial pode ser descrito através de uma cadeia Markov não estacionária de primeira ordem ou superior caso se pressuponha homogeneidade.

No que se refere ao processo individual, parece existir algumas diferenças entre os resultados para mudanças de preços diárias e semanais. Os resultados mostram que o mercado acionário apresenta "memória" a curto prazo, no sentido de ser dependente da mudança diária de preço precedente. Em relação aos intervalos semanais, o processo torna-se independente.

COMENTÁRIOS E CONCLUSÕES

Os resultados até agora obtidos no campo de métodos baseados em estatística e matemática não são conclusivos no que diz respeito à questão básica de previsão de preços futuros. Os méritos de tais estudos, entretanto, são extremamente notáveis do ponto de vista teórico, sendo que estas contribuições são de grande interesse, especialmente nas áreas financeira e de mercado de capitais. Por outro lado, o trabalho de Boness et alii [4] parece estar abrindo uma nova área de discussão e conflito entre diferentes teorias estatísticas. Devido a esta falta de provas definitivas e ao caráter pragmático do investidor típico em Bolsa de Valores, todo

o conjunto das práticas e teorias mencionadas continuará a ser utilizado por um futuro ilimitado.

BIBLIOGRAFIA

- 1 ANDERSON, T. W. & GOODMAN, L. A. Statistical inferences about markov chains. *Annals of Mathematical Statistics*, Ann Arbor, Mich., Institute of Mathematical Statistics, v. 28, p. 89-110, 1957.
- 2 APPENZELLER, Gerson. *Política monetária, inflação e o mercado aberto no Brasil*. Rio de Janeiro, PUC. Dep. de Engenharia Industrial, 1979. [Tese de mestrado]
- 3 BENDAT, Julius S. & PIERSOL, Allan G. *Measurement and analysis of random data*. New York, J. Wiley, 1966.
- 4 BONESS, A. J. et alii. Investigation of nonstationarity in prices. *The Journal of Business*, Chicago, Ill., The Univ. of Chicago Press, v. 47, n. 4, p. 518-37, Oct. 1974.
- 5 BRITO, Ney O. Eficiência informacional fraca de mercado de capitais sob condições de inflação. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 4, n. 10, p. 63-83, jan./abr. 1978.
- 6 ——. *Inflação e o mercado de letras do Tesouro Nacional*. 1979. [mimeo]
- 7 COOTNER, Paul ed. *The random character of stock market prices*. Cambridge, Mass., The MIT Press, 1964.
- 8 DRYDEN, M. Share price movements: a Markovian approach. *The Journal of Finance*, New York, The American Finance Association, v. 24, n. 1, p. 49-60, Mar. 1969.
- 9 FAMA, Eugene F. The behavior of stock market prices. *The Journal of Business*, Chicago, Ill., The Univ. of Chicago Press, v. 38, n. 1, p. 34-105, Jan. 1965.
- 10 ——. The efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, New York, The American Finance Association, v. 25, n. 2, p. 383-417, May 1970.
- 11 ——. Interest rates and inflation: the message in the entrails. *The American Economic Review*, Menasha, Wisconsin, The American Economic Association, v. 67, n. 3, p. 487-96, June 1977.
- 12 ——. Random walk in stock market prices. *Financial Analysts Journal*, New York, The Financial Analysts Federation, v. 21, p. 55-69, Oct. 1965.
- 13 ——. Short-term interest rates as predictors of inflation. *The American Economic Review*, Menasha, Wisconsin, The American Economic Association, v. 65, n. 3, p. 269-82, June 1975.
- 14 FIELTIZ, Bruce D. Stationarity of random data: some implications for the distribution of stock price changes. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Washington, The Univ. of Washington, v. 6, n. 3, p. 1025-34, June 1971.
- 15 FIELTIZ, Bruce D. & BHARGAVA, T.N. The behavior of stock price relatives: a Markovian analysis. *Operations*

Research, Baltimore, Maryland, Operations Research Society of America, v. 21, n. 6, p. 1183-99, Nov./Dec. 1973.

- 16 FISHER, D. E. & JORDAN, R. J. *Security analysis and portfolio management*. Englewood Cliffs, N. J., Prentice-Hall, 1975.
- 17 FRANCIS, Jack & ARCHER, Stephen. *Portfolio analysis*. Englewood Cliffs, N. J., Prentice-Hall, 1971.
- 18 GRANGER, C. W. J. & MORGENSTERN, O. *Predictability of stock market prices*. Heath Lexington Books, 1970.
- 19 JOHNSON, Norman & KOTZ, Samuel. *Continuous univariate distributions - 1*. Boston, Houghton Mifflin, 1970.
- 20 KENDALL, Maurice G. & STUART, Alan. *The advanced theory of statistics*. Charles Giffin, 1966. v. 1-3.
- 21 LATANÉ, Henry & TUTTLE, Donald L. *Security analysis and portfolio management*. Ronald Press, N. Y., 1970.
- 22 LEVY, P. *Calcul des probabilités*. Paris, Gauthier Villars, 1925.
- 23 MANDELBROT, Benoit. The variation of some other speculative prices. *The Journal of Business*, Chicago, Ill., The Univ. of Chicago Press, v. 40, n. 4, p. 393-413, Oct. 1967.
- 24 ———. The Pareto-Levy law and distribution of income. *International Economic Review*, v. 1, p. 79-106, 1960.
- 25 NELSON, C. R. & SCHWERT, G. W. Short-term interest rates as predictors of inflation: on testing the hypothesis that the real rate of interest is constant. *The American Economic Review*, Menasha, Wisconsin, The American Economic Association, v. 67, n. 3, p. 478-86, June 1977.
- 26 NIEDERHOFFER, V. & OSBORNE, M. F. M. Market making and reversal of the stock exchange. *Journal of the American Statistical Association*, New York, Wiley-Interscience, v. 61, p. 897-916, Dec. 1966.
- 27 RYAN, Terence M. Security prices as Markov processes. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Washington, The Univ. of Washington, v. 8, n. 1, p. 17-36, Jan. 1973.
- 28 TURKEY, W. *A survey of sampling from contaminated distributions*. Stanford, Ca., Stanford Univ. Press, 1960.

MADE IN BRAZIL.
MADE IN BRAZIL.
MADE IN BRAZIL.
MADE IN BRAZIL.
MADE IN BRAZIL.
MADE IN BRAZIL.

Lançamento IBMEC:
Análise e Administração Financeira.

Embora a área financeira esteja repleta de textos introdutórios, a maior parte é constituída de traduções de obras editadas no exterior...

Envie cheque nominativo no valor de Cr\$ 600,00 ao IBMEC - Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais.

Formato: 17,5 X 24 cm.
PP.: 476
Preço: Cr\$ 600,00

RIO DE JANEIRO: Av. Beira Mar, s/n.º - Anexo ao MAM - CEP. 20021 - Caixas Postais n.ºs 6047 e 6062 CEP. 20145 - 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.



Testes Preliminares de Eficiência do Mercado de Ações Brasileiro *

Carlos José Muniz **

O objetivo deste artigo é examinar a distribuição e independência das taxas de retorno diárias de títulos do mercado de ações brasileiro e testar a chamada hipótese de eficiência da forma fraca do mercado de ações. Isto quer dizer que buscamos evidência para verificar se as oscilações diárias do grupo de ações selecionadas para esta pesquisa se conformam dentro de um modelo de distribuição aleatória.

This paper examines the distribution and independence of daily return rates of securities in the Brazilian stock market. The evidence is used to verify whether the daily up-and-down movements of the prices of the stocks selected conform to a random distribution model.

INTRODUÇÃO

A teoria do "caminho aleatório" (*random walk theory*) apresenta dois argumentos distintos, um de natureza econômica e outro de natureza estatística.

A premissa de natureza econômica supõe que os mercados de títulos são, para todos os efeitos práticos, mercados eficientes, de tal forma que nenhum investidor poderá conseguir, consistentemente e ao correr do tempo, retornos superiores aos de uma carteira de mercado, ajustada a um nível de risco correspondente.

A premissa estatística, por outro lado, afirma que para qualquer título (ações no nosso caso) as oscilações de

preço (sejam elas diárias, semanais ou mensais) representam séries temporais aleatórias.

Num mercado eficiente, como definido por Samuelson [20], os preços correntes do mercado refletem instantaneamente todas as informações disponíveis que podem ter alguma influência sobre os preços dos títulos, e estes, portanto, encontram-se sempre, a cada momento, em perfeito equilíbrio.

Assim, um mercado pode ser considerado eficiente se: a) oscilações sucessivas de preços são aleatórias e b) oscilações sucessivas de preços apresentam algum tipo de distribuição conhecido. Teremos, portanto, uma situação de *random walk* quando as condições do mercado forem tais

* Realizado na London Business School, no segundo semestre de 1978, este trabalho não poderia ter sido desenvolvido sem a colaboração e orientação dos Professores Richard Brealey — diretor do Institute of Finance and Accounting, da LBS — e Elroy Dimson, e, em especial, de Murilo Kammer — que acompanhou todos os estágios do trabalho com idéias e sugestões. A todos o agradecimento do autor, que é o responsável pela existência de quaisquer erros nos resultados apresentados.

** Carlos José Muniz, Economista, é presidente da Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais — RJ.

que a evolução das preferências dos investidores, transformadas por um processo contínuo gerador de novas informações, conduza a um equilíbrio de preços cujas oscilações sucessivas produzam uma distribuição que se repete através do tempo. Como não há nenhuma razão para duvidarmos de que um processo gerador de informações não segue um modelo aleatório, a ação deste processo sobre o modelo decisório de cada investidor possibilitaria o estabelecimento de preços de equilíbrio sucessivos, perfeitos e independentes entre si.

Segundo Fama [10], as condições suficientes para a eficiência de um mercado de capitais são:

- a) inexistência de custos de transação para a compra e venda de títulos;
- b) inexistência de custo para todas as informações disponíveis, que também são de livre acesso para todos os participantes do mercado; e
- c) concordância de opiniões, por parte de todos os investidores, sobre a influência de novas informações quanto ao preço corrente de um título, bem como sobre a distribuição futura das suas taxas de retorno.

Embora estas condições possam parecer pouco reais e dificilmente encontradas na prática, deve-se ressaltar o fato de que elas são condições **suficientes**, mas não **necessárias** para que um mercado de capitais seja eficiente. Assim, por exemplo, mesmo que os custos de transações em um mercado sejam elevados, a ponto de inibir um certo número de operações que poderiam ocorrer sob outras condições, tal fato não implica, ao mesmo tempo, que os preços correntes deixem de refletir todas as informações disponíveis. Por outro lado, mesmo que os investidores possuam opiniões divergentes sobre as conseqüências de novas informações sobre os preços dos títulos, não quer dizer que o mercado seja ineficiente. Em outras palavras: um mercado pode ser eficiente mesmo que nem todos os seus participantes façam juízos iguais sobre o valor dos títulos negociados.

Os mecanismos para se testar a hipótese de um mercado eficiente são denominados de testes de eficiência do mercado de capitais e podem ser classificados didaticamente em três formas distintas: teste de forma fraca, semiforte e forte.¹ O desmembramento dos testes em três tipos diferentes diz respeito ao nível e qualidade de informação utilizada para a sua realização.

Assim, o chamado teste de forma fraca se utiliza apenas de séries de preços passados para verificar as premissas do modelo de *random walk*. Os testes da forma semiforte já

avançam um pouco mais no tipo de observação utilizada, pois verificam a rapidez pela qual novas informações publicamente disponíveis se refletem no ajustamento de preços no mercado. Os trabalhos existentes classificados nesta categoria se utilizam de anúncios de informações do tipo: bonificações, publicação de balanços, emissões de novas ações, entre outras, para observar a reação das oscilações dos preços. Os testes da forma forte tentam verificar se investidores ou grupos de investidores possuem acesso monopolista a informações consideradas relevantes para a formação do preço e, ao mesmo tempo, se este fato lhes proporciona lucros extraordinários.

O objetivo deste trabalho é testar a chamada hipótese fraca de eficiência do mercado de ações. Verificaremos, portanto, a distribuição, bem como a independência, das oscilações diárias de preços de um grupo de ações. A independência de retornos também será verificada com testes de corrida de sinal.

METODOLOGIA

Os dados básicos deste trabalho são constituídos por taxas de retorno diárias do Índice de Preços da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (IPBV) e de 10 ações que representaram cerca de 60% do movimento da BVRJ no período analisado. Este vai de janeiro de 1975 até junho de 1978, num total de 863 observações. As ações selecionadas para a pesquisa foram as seguintes: Acesita OP, Banco do Brasil PP, Belgo-Mineira OP, Brahma PP, Mannesmann OP, Samitri OP, Lojas Americanas OP, Petrobrás PP, Souza Cruz OP e Siderúrgica Riograndense PP. No decorrer do texto, bem como nas tabelas, está mencionado apenas o nome da companhia, ficando implícito, portanto, o tipo de ação utilizada.

O IPBV é um índice de preços com pesos iguais para cada ação que o compõe, sendo integrado por ações que nos 12 meses anteriores à revisão da composição da nova carteira registraram os maiores volumes (em valor). O número de ações do índice será tanto quanto for suficiente para totalizar, no mínimo, 90% do montante negociado à vista no período imediatamente anterior à revisão. A revisão do índice se dá no último dia útil de cada quadrimestre. O IPBV, através de um multiplicador, é ajustado para os eventos ocorridos no período, tais como dividendos, bonificações e subscrições, de forma que a sua oscilação em um período representa a taxa de retorno conseguida pelo mercado.

Para medir a taxa de retorno diária foi utilizado o valor de fechamento do IPBV. Deve-se salientar, entretanto, que os preços de fechamento podem não representar para todas as ações os preços do último minuto do pregão, caso não tenha sido efetuado algum negócio. Neste caso o IPBV é calculado utilizando-se a última cotação do dia des-

¹ Esta classificação foi primeiramente sugerida por Roberts [17].

te determinado papel. Isto significa que o IPBV de fechamento pode não representar todo o mercado num determinado momento, pois poderá conter cotações de horários diferentes, especialmente para ações com menor liquidez.

No período de janeiro de 1975 a junho de 1978 o IPBV modificou a sua composição nove vezes, tendo o número de ações que o integram passado de 26 em janeiro de 1975 para 24 em junho de 1978.

A taxa de retorno diária das ações foi encontrada pela diferença dos preços de fechamento no dia t e $t-1$ dividida pelo preço de fechamento no dia $t-1$. O mesmo procedimento aritmético foi aplicado ao Índice. Não vimos necessidade de fazer transformação logarítmica da taxa de retorno diária para obter taxas de retorno diárias compostas porque o período analisado é pequeno e as distorções apresentadas por taxas de retorno diárias em termos nominais são insignificantes para os propósitos do trabalho.

Para calcularmos as taxas de retorno diárias para todo o período não foram feitos ajustamentos das séries completas de preços para os eventos do período (dividendos, bonificações e subscrições). Com este artifício, poderia ter resultado uma série bastante distorcida pelo fato de os preços ajustados nunca terem existido efetivamente. De alguma forma, caso tivessem existido, poderiam ter influenciado as intenções dos investidores em relação a uma determinada ação.

A partir de junho de 1975 os registros das cotações da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro passaram a ser realizados por computador e a apresentar, desde então, quando em período de pagamento de algum benefício, todas as transações realizadas não só para as ações com direitos, mas também para as ações ex-direitos. Desta forma, durante o período de negociação simultânea — normalmente 15 dias — foram utilizadas as taxas de retorno diárias das ações que estavam sendo negociadas com direitos nos primeiros sete a oito dias e as cotações ex-direitos até o final do período. Assim, evitou-se o ajuste de preço aritmético para medir a taxa de retorno quando uma ação passa de com para ex. O fato de a liquidez de uma ação ficar dividida nestes períodos de negociação simultânea não afeta a eficiência da formação de preços.

O ajuste aritmético de preços para medir a rentabilidade diária só foi utilizado entre janeiro e junho de 1975 porque neste período os registros da BVRJ não apresentam simultaneamente as cotações das ações com e ex. Somente neste período foi utilizado o ajuste aritmético para medir a taxa de retorno de ação que passava a ser negociada ex-direitos.

Alguns testes foram apresentados para os vários anos de forma separada devido ao fato de o computador no qual foi realizada a pesquisa, um Hewlett Packard 2.000, estar

capacitado para armazenar séries de 500 observações, e o período envolvido por este trabalho conter 863 observações. Os testes foram então aplicados separadamente para 1975, 1976 e 1977/78, este englobando um período de um ano e meio. Quando cabíveis, médias de índices são apresentadas para o período como um todo.

TAXA DE RETORNO MÉDIA E DESVIO PADRÃO

A Tabela 1 apresenta a taxa de retorno média diária, o desvio padrão das taxas de retorno do IPBV e das 10 ações da amostra para o período 1975-78 e os mesmos indicadores para os três subperíodos distintos.

TABELA 1 — Taxa de Retorno Diária e Desvio Padrão

Títulos	(em %)							
	1975-78 ^a		1975 ^b		1976 ^b		1977/78 ^c	
	Retor- no	σ	Retor- no	σ	Retor- no	σ	Retor- no	σ
IPBV	0,159	1,44	0,174	1,76	0,110	1,57	0,193	1,23
Acesita	0,081	3,14	0,098	3,35	0,006	3,13	0,139	2,95
Banco do Brasil	0,156	2,13	0,248	2,37	0,236	2,22	0,014	1,81
Belgo-Mineira	0,109	3,48	0,178	2,55	0,123	2,64	0,027	2,26
Brahma	0,208	2,77	0,151	2,89	0,194	3,15	0,279	2,29
Lojas Americanas	0,188	2,24	0,238	2,51	0,194	2,32	0,133	1,90
Mannesmann	0,236	3,05	0,378	3,68	0,133	2,84	0,199	2,62
Petrobrás	0,062	2,50	0,005	2,66	0,037	2,48	0,227	2,38
Samitri	0,086	3,12	0,243	3,41	0,237	3,10	0,221	2,84
Sid. Riograndense	0,108	3,09	0,128	3,30	0,195	3,34	0,002	2,62
Souza Cruz	0,199	2,21	0,179	2,50	0,227	2,28	0,191	1,85
Média ^d	0,143	2,77	0,184	2,92	0,151	2,75	0,096	2,35

Notas:

- ^a Média dos três subperíodos.
- ^b Número de observações: 247.
- ^c Número de observações: 369.
- ^d Média das 10 ações.

O primeiro fato a ser comentado é que a média da taxa de retorno para todo o período é positiva, ou seja, 0,143% com um desvio padrão médio de 2,63%. Para o período 1975-78, como um todo, nenhuma das ações apresentou taxas de retorno negativa, embora algumas tenham se situado bastante próximas de zero. O desvio padrão pode ser considerado elevado, indicando a alta volatilidade do mercado de ações brasileiro. A média geral das taxas de retorno indica que o desvio padrão é 19,7 vezes superior à taxa de retorno média do período, sugerindo um elevado grau de risco no mercado.

Não é surpreendente o desvio padrão encontrado na taxa de retorno diária. Em uma economia sujeita a elevadas taxas inflacionárias e, conseqüentemente, elevadas taxas de juros, é de se esperar que os retornos de títulos de renda va-

riável também apresentem uma elevada variação, refletindo estas condições conjunturais.

O IPBV no período 1975-78 também apresentou uma taxa de retorno diária média positiva de 0,159% e um desvio padrão de 1,44%. A maior taxa de retorno diária foi encontrada para Mannesmann (0,236%), e a menor para Petrobrás (0,062%). No período analisado, a taxa de retorno diária da Belgo-Mineira apresentou o mais alto desvio padrão (3,48%) e Banco do Brasil o menor (2,13%). Verificando-se os subperíodos nota-se que apenas quatro taxas de retorno se apresentaram negativas, duas das quais da Petrobrás nos anos de 1975 e 1976.

A elevada variabilidade das taxas de retorno diárias encontradas nesta amostra de 10 ações não é incompatível com a hipótese do mercado eficiente. Um mercado altamente volátil não implica que seja, ao mesmo tempo, ineficiente. As elevadas oscilações podem estar associadas a vários fatores além da taxa de inflação ou da taxa de juros.

Pode-se argumentar também que um mercado de ações ainda em fase de formação, e que nos últimos 14 anos sofreu seguidas e profundas alterações estruturais e institucionais, tenderia a apresentar uma sensibilidade mais elevada do que mercados mais maduros e sedimentados, como o norte-americano ou o europeu. Ao mesmo tempo, apenas nos últimos anos as instituições vêm demonstrando um maior nível de capacidade técnica e, portanto, revelando sensíveis aperfeiçoamentos. Uma capacidade de julgamento pobre tenderia a apresentar julgamentos precipitados (positiva ou negativamente) e, conseqüentemente, influenciaria a variabilidade das taxas de retorno. Embora estes julgamentos sejam, até certo ponto, especulativos, não se pode deixar de notar que eles exercem alguma influência no comportamento do investidor e, portanto, nas taxas de retorno dos títulos.

DISTRIBUIÇÃO DAS TAXAS DE RETORNO DIÁRIAS

Uma das medidas estatísticas da eficiência do mercado de capitais é verificada pela distribuição de freqüência de taxas de retorno sucessivas. Sendo estas distribuições semelhantes a algum tipo de distribuição conhecida, existe a possibilidade de as oscilações de preço se comportarem de uma forma aleatória. Além de servirem como teste de aleatoriedade, o conhecimento da distribuição de freqüência das taxas de retorno de ações é bastante importante para o investidor. O formato da distribuição é uma das maneiras de se medir o risco de um investimento. Assim, por exemplo, tomando-se duas distribuições diferentes que apresentem a mesma média e desvio padrão, existe a probabilidade de se obterem taxas de retorno muito diferentes da média, que podem ser maiores em uma distribuição do que na outra.

As Tabelas 2 a 4 mostram a distribuição de freqüência relativa padronizada das taxas de retorno diárias do

IPBV e das 10 ações em vários intervalos de desvio padrão. A primeira coluna das tabelas revela a distribuição de freqüência relativa de uma distribuição normal.

Ao final deste artigo também são apresentados, para uma melhor percepção visual, os gráficos da distribuição do IPBV e das 10 ações para o período de janeiro de 1977 a junho de 1978. De uma maneira geral os resultados não diferem muito daqueles encontrados em testes semelhantes para os mercados norte-americano e inglês. A forma geral de distribuição segue o formato de sino da curva de distribuição normal com algumas diferenças, igualmente notadas para as distribuições de taxas de retorno diárias em outros mercados.

De um modo geral todas as distribuições, comparativamente com a distribuição normal, apresentam um excesso de taxas de retorno de valor bastante baixo e de valor muito alto, e uma deficiência de valores médios. Exemplificando: o IPBV entre 1977 e junho de 1978 apresentou 42,8% das taxas de retorno diárias entre -0,5 e 0,5 desvios padrão da média, comparativamente a 38,3% que seria esperado em uma distribuição normal. Ao mesmo tempo, 1,9% das taxas de retorno se encontraram no intervalo entre 2,5 e 3,5 desvios padrão, contra um valor esperado de 0,6%. Para taxas de retorno intermediárias, os valores observados são inferiores à distribuição dos valores esperados. No período 1977/78 o IPBV apresentou 5,4% das observações no intervalo entre -2,5 e -1,5 desvios padrão, comparativamente a 6,1% esperados em uma distribuição normal.

Os maiores desvios da curva normal foram encontrados nas observações extremas. O caráter volátil do mercado brasileiro fez com que algumas observações, como no caso das Lojas Americanas e da Siderúrgica Riograndense em 1975 se situassem no intervalo entre 5,5 e 6,5 desvios padrão da taxa de retorno média diária. No lado negativo, em 1977/78, a Samitri apresentou uma observação entre -6,5 e -5,5 desvios padrão da média. Em 1977/78 a Belgo-Mineira apresentou observação entre -5,5 e -4,5 desvios padrão da média.

Vendo este aspecto sob outro ângulo, uma distribuição normal praticamente não apresentaria observações (0,01%) no intervalo entre -4,5 e -3,5 desvios padrão, bem como no intervalo entre 3,5 e 4,5 desvios padrão da média. No entanto, em 1975 as distribuições do IPBV e de mais três ações possuem observações na faixa negativa deste intervalo e cinco ações com observações na faixa positiva do intervalo. Em 1976 cinco ações apresentam observações neste intervalo negativo e três observações no intervalo positivo. No período 1977/78 o IPBV e duas ações apresentam observações no intervalo negativo e oito ações no intervalo positivo.

Apesar da pequena amostra utilizada neste trabalho, as distribuições das taxas de retorno diárias parecem bastante próximas de uma distribuição normal, com as ressalvas

mencionadas anteriormente. As características das distribuições são também bastante semelhantes às distribuições

de taxas de retorno diárias de ações em outros mercados [2] e [9].

TABELA 2 – Distribuição de Frequência – 1975

(em %)

Intervalo (Desvios Padrão)	Normal	IPBV	Acesita	Banco do Brasil	Belgo-Mineira	Brahma	Lojas Americanas	Petrobrás	Samitri	Siderúrgica Rio-grandense	Souza Cruz
-5,5 > R > -4,5										0,4	
-4,5 > R > -3,5	0,01	0,4	0,4	0,4						0,0	0,8
-3,5 > R > -2,5	0,60	0,0	0,4	0,0				0,4	0,4	4,0	5,3
-2,5 > R > -1,5	6,10	3,6	2,0	2,4	5,3	3,6	5,7	5,3	4,5	4,0	5,3
-1,5 > R > -0,5	24,20	27,1	24,7	30,4	22,7	22,3	21,5	26,7	21,1	23,5	23,1
-0,5 > R > 0,5	32,30	44,1	45,3	39,7	42,5	49,0	51,0	36,8	50,2	46,6	42,5
0,5 > R > 1,5	24,20	17,4	21,5	19,8	23,1	16,6	15,4	25,5	17,8	18,6	22,3
1,5 > R > 2,5	6,10	5,3	3,6	4,0	4,0	5,3	3,6	4,5	3,2	6,1	5,7
2,5 > R > 3,5	0,60	1,6	0,8	2,8	1,6	0,8	2,4	0,4	1,6	0,4	0,0
3,5 > R > 4,5	0,01	0,0	0,8	0,4	0,0	0,8	0,0	0,4	0,8	0,0	0,0
4,5 > R > 5,5		0,4	0,4		0,4		0,0		0,4	0,0	0,4
5,5 > R > 6,5							0,4			0,4	

TABELA 3 – Distribuição de Frequência – 1976

(em %)

Intervalo (Desvios Padrão)	Normal	IPBV	Acesita	Banco do Brasil	Belgo-Mineira	Brahma	Lojas Americanas	Mannesmann	Petrobrás	Samitri	Siderúrgica Rio-grandense	Souza Cruz
-5,5 > R > -4,5												
-4,5 > R > -3,5	0,01			0,8	0,4	0,4	0,4		0,4			0,4
-3,5 > R > -2,5	0,60			0,4	0,4	0,0	0,4	0,8	1,2	0,4		0,4
-2,5 > R > -1,5	6,10	6,1	4,5	3,6	4,0	2,8	6,5	4,5	3,6	4,5	5,3	5,3
-1,5 > R > -0,5	24,10	25,9	28,7	24,7	24,3	29,6	20,2	27,1	21,9	28,7	20,2	26,3
-0,5 > R > 0,5	38,30	35,6	36,4	44,9	44,5	42,5	44,9	41,7	44,5	43,3	49,0	36,4
0,5 > R > 1,5	24,10	25,1	23,9	17,4	20,2	16,2	19,0	18,2	20,6	13,0	20,6	25,5
1,5 > R > 2,5	6,10	6,9	4,9	6,5	4,9	7,7	8,5	6,9	6,9	8,1	3,2	4,5
2,5 > R > 3,5	0,60	0,4	0,8	1,6	0,8	0,8		0,4	0,8	2,0	0,8	1,6
3,5 > R > 4,5	0,01		0,8		0,4			0,4			0,0	
4,5 > R > 5,5											0,4	
5,5 > R > 6,5											0,4	

TABELA 4 – Distribuição de Frequência – 1977/78

(em %)

Intervalo (Desvios Padrão)	Normal	IPBV	Acesita	Banco do Brasil	Belgo-Mineira	Brahma	Lojas Americanas	Mannesmann	Petrobrás	Samitri	Siderúrgica Rio-grandense	Souza Cruz
-6,5 > R > -5,5											0,3	
-5,5 > R > -4,5					0,3						0,0	
-4,5 > R > -3,5	0,01	0,3			0,0			0,3		0,5		
-3,5 > R > -2,5	0,60	0,5	0,8		0,8	0,5	1,6	0,8		0,5	0,5	1,4
-2,5 > R > -1,5	6,10	5,4	4,1	4,6	2,7	5,7	4,1	4,6	5,1	2,7	6,8	4,1
-1,5 > R > -0,5	24,20	24,4	25,5	26,6	26,8	22,5	22,0	26,0	26,0	19,8	21,1	23,6
-0,5 > R > 0,5	38,30	42,8	40,7	42,5	44,2	46,1	44,2	41,2	38,5	50,4	43,4	42,3
0,5 > R > 1,5	24,20	19,8	23,3	19,8	17,3	17,1	22,2	20,1	24,9	19,5	22,8	22,2
1,5 > R > 2,5	6,10	4,9	4,1	4,9	7,0	6,0	4,3	6,2	4,1	5,1	4,1	5,4
2,5 > R > 3,5	0,60	1,9	1,1	0,8	0,5	2,2	1,4	0,3	0,5	1,1	1,1	0,8
3,5 > R > 4,5	0,01		0,5	0,8	0,3		0,3	0,5	0,8		0,3	0,3
4,5 > R > 5,5												
5,5 > R > 6,5												

Uma possível razão para as distribuições encontradas apresentarem-se de certo modo diferentes de uma distribuição normal deriva do mecanismo de estabelecimento do preço de fechamento do mercado de ações brasileiro, utilizado para medir a taxa de retorno diária. O mercado brasileiro não dispõe — pelo menos de forma regulamentada ou conhecida — de corretores especialistas em determinadas ações ou algum tipo de *jobber*, característico do sistema inglês. Nos mercados americano e inglês, portanto, o especialista ou *jobber* é encarregado de dar alguma cotação de compra e venda a qualquer momento quando consultado por outro corretor. No Brasil alguns corretores, sem caráter oficial, se especializaram na negociação de determinados papéis por disporem eles próprios de grandes carteiras destas ações, por possuírem clientes com grandes carteiras destas ações, ou por qualquer outra razão. É prática comum, também, embora não admitida oficialmente, estas carteiras, bem como certas carteiras de investidores institucionais, serem administradas diretamente do recinto do pregão através de um operador que, não raro, possui completa discricção na administração dos recursos envolvidos. Muitos operadores também administram suas próprias carteiras do recinto do pregão. Em decorrência deste fato, é prática comum² o preço de fechamento não ser estabelecido em função de um pregão público, com um preço leiloadado, mas sim com um preço estabelecido de comum acordo entre dois operadores e sem a interferência de outros participantes do mercado. A este tipo de operação o mercado denomina de "fechamento técnico". Podem ser encontrados vários motivos para este tipo de procedimento que não cabem aqui ser analisados. A diferença entre o preço estabelecido pelo "fechamento técnico" e o preço real de mercado pode ser, na prática, de vários centavos de cruzeiro abaixo ou acima do que teoricamente seria o preço de fechamento. Embora este fato não tenha influência nenhuma sobre a eficiência do mercado — ou, de outra maneira, o mercado não seja ineficiente por apresentar este fato — ele poderá influenciar a sua distribuição. Isto não pode ser evidenciado, mas algumas das taxas de retorno extremamente elevadas (positivas ou negativas) podem ter sido geradas por este tipo de mecanismo.

INDEPENDÊNCIA DAS TAXAS DE RETORNO DIÁRIAS — ANÁLISE DOS COEFICIENTES DE AUTOCORRELAÇÃO SERIAL

Como vimos anteriormente, a premissa estatística da teoria do *random walk* supõe que as oscilações de preço de

um título representem séries temporais aleatórias ou, em outras palavras, que observações sucessivas sejam estatisticamente independentes. Para testarmos o grau de dependência entre os termos de uma série utilizaremos o coeficiente de correlação serial.³

O coeficiente de autocorrelação serial é um número situado entre -1 e + 1. Se uma série apresentar uma autocorrelação positiva perfeita entre termos sucessivos o seu valor será 1. Se apresentar uma autocorrelação negativa perfeita seu valor será -1. Um coeficiente de valor zero indica que a série é independente, isto é, os seus termos sucessivos não apresentam qualquer correlação. No caso de séries de taxas de retorno de ações, um coeficiente de autocorrelação positiva indica que a cada oscilação de preço é esperado que no dia seguinte a oscilação seja no mesmo sentido do dia anterior. Isto significa que se a ação subiu hoje, espera-se que suba no período seguinte. Um coeficiente de autocorrelação negativo, por sua vez, indica que a cada oscilação deve-se esperar no período seguinte uma oscilação em sentido contrário. Os valores específicos de cada coeficiente de autocorrelação e sua respectiva significância são medidos através de tabelas estatísticas [1] .

As Tabelas 5, 6 e 7 apresentam os coeficientes de autocorrelação serial das 10 ações da amostra, com intervalos de até 10 dias.

Em resumo, pode-se afirmar que não se encontra evidência de uma dependência linear significativa entre as taxas de retorno diárias das 10 ações, especialmente para intervalos a partir de dois dias, quando os coeficientes são todos muito próximos de zero.

Para os três subperíodos analisados, o IPBV apresenta coeficientes significativamente diferentes de zero em 1975 e 1976 para intervalos de um, três e quatro dias (significância ao nível de 5%) e para intervalo de um dia (significância ao nível de 1%), respectivamente. No período 1977/78 todos os coeficientes do IPBV não são significativamente diferentes de zero.

Para as 10 ações, apenas sete coeficientes para os três subperíodos são significativamente diferentes de zero, para o intervalo de um dia, e os restantes são também bem próximos de zero.

Interpretando-se com rigor os resultados encontrados, pode-se afirmar que existe dependência "significante" (em

² Embora tenhamos utilizado, talvez com uma certa ousadia e pretensão, o termo "prática comum", infelizmente e por razões óbvias, não podemos quantificar a extensão e profundidade desta prática.

³ Dada uma série temporal, X_1, X_2, \dots, X_n , o coeficiente de correlação serial de ordem 1 entre termos sucessivos é definido como:

$$R_1 = \frac{\text{cov}(X_i, X_{i+1})}{\sqrt{\text{var}(X_i); \text{var}(X_{i+1})}}$$

onde X_i = taxa de retorno no período i e X_{i+1} taxa de retorno no período $i+1$. Nas Tabelas 5, 6 e 7 são apresentados coeficientes até ordem 10, ou seja, $i+10$, na fórmula acima.

termos estatísticos) em algumas das várias séries analisadas, o que, no entanto, não invalida a conclusão geral. Os casos mais significativos são os das Lojas Americanas e Siderúrgica Riograndense em 1975 e 1976, e da Brahma em 1976. Os coeficientes médios, entretanto, para todos os intervalos, são bastante próximos de zero.

A existência de "dependência" das taxas de retorno

diárias implicaria, em uma primeira instância, a possibilidade de existirem métodos de negociação mecânicos que poderiam ser mais lucrativos do que uma estratégia simples do tipo "compre e guarde" (*buy and hold*). Estes testes, conhecidos como regras de filtro (*filter rules*), seriam a extensão natural do presente trabalho para verificar mais adequadamente o grau de "dependência" revelado por alguns dos coeficientes de correlação serial.

TABELA 5 – Coeficientes de Autocorrelação Serial^a – 1975

Títulos	Ordem									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IPBV	0,144 ^b	-0,043	0,123 ^b	-0,127 ^b	-0,007	-0,004	0,070	0,071	-0,035	-0,016
Acesita	-0,066	-0,107	0,168 ^c	0,011	0,028	-0,018	-0,028	0,006	-0,046	0,027
Banco do Brasil	0,093	-0,043	0,069	0,122 ^b	-0,039	-0,013	0,092	0,038	-0,159 ^c	0,052
Belgo-Mineira	0,028	-0,034	0,049	0,110 ^b	0,035	0,012	0,073	0,059	0,023	0,008
Brahma	-0,062	-0,066	0,051	0,029	-0,009	0,095	-0,066	-0,011	0,093	0,013
Lojas Americanas	-0,140 ^b	0,127 ^b	-0,112 ^c	0,100	-0,086	-0,065	-0,001	0,007	0,088	0,104 ^b
Petrobrás	0,085	-0,048	-0,012	0,033	0,023	-0,004	0,099	0,088	-0,028	0,095
Samitri	-0,066	0,100	0,005	0,042	-0,026	0,022	0,032	0,007	-0,003	0,024
Sid. Riograndense	-0,051	-0,007	0,142 ^b	-0,155 ^c	0,034	-0,029	-0,068	0,055	-0,015	-0,011
Souza Cruz	-0,073	-0,032	0,014	0,027	0,021	-0,064	-0,003	0,016	0,110 ^b	-0,055
Média ^d	-0,028	-0,026	0,027	0,035	-0,002	-0,007	0,014	0,029	0,007	0,028

Notas:

^a Número de observações: 247.

^b Significante ao nível de 5%.

^c Significante ao nível de 1%.

^d Média das 10 ações.

TABELA 6 – Coeficientes de Autocorrelação Serial^a – 1976

Títulos	Ordem									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IPBV	0,053 ^c	0,013	0,018	0,034	0,078	0,007	-0,037	0,029	0,084	-0,021
Acesita	-0,154 ^c	0,075	-0,018	0,056	-0,004	0,046	-0,024	-0,034	0,065	-0,129 ^b
Banco do Brasil	0,104 ^b	0,024	0,069	0,012	0,128 ^b	0,034	-0,001	-0,002	0,034	0,015
Belgo-Mineira	-0,102	-0,027	-0,028	-0,012	0,137 ^b	-0,039	-0,074	-0,011	0,126 ^b	-0,006
Brahma	-0,303 ^c	0,097	-0,025	-0,035	0,005	-0,058	0,108 ^b	-0,082	0,015	-0,061
Lojas Americanas	-0,104	-0,136 ^b	0,148 ^b	-0,106	0,074	0,102 ^b	-0,009	-0,023	0,159 ^c	-0,061
Mannesmann	0,003	0,007	-0,040	-0,041	0,097	-0,072	-0,051	0,099	-0,071	0,044
Petrobrás	-0,022	0,011	-0,043	-0,038	0,065	-0,092	0,098	0,134 ^b	0,126 ^b	-0,019
Samitri	-0,080	0,032	0,089	0,035	-0,064	-0,011	0,029	0,004	0,080	0,056
Sid. Riograndense	-0,248 ^c	-0,073	0,069	-0,054	0,058	-0,038	-0,009	-0,044	0,039	0,013
Souza Cruz	-0,043	0,057	-0,028	-0,074	0,012	-0,095	0,038	0,011	-0,087	-0,006
Média ^d	-0,095	0,007	0,019	-0,026	0,051	-0,022	0,021	0,005	0,049	-0,015

Notas:

^a Número de observações: 247.

^b Significante ao nível de 5%.

^c Significante ao nível de 1%.

^d Média das 10 ações.

TABELA 7 – Coeficientes de Autocorrelação Serial^a – 1977/78

Títulos	Ordem									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IPBV	0,031	-0,058	0,073	0,061	0,052	-0,047	0,066	0,056	0,066	-0,040
Acesita	-0,074	0,021	-0,015	0,042	0,028	-0,018	0,054	-0,042	0,073	-0,074
Banco do Brasil	0,058	-0,016	-0,068	0,029	-0,009	-0,050	0,036	0,082	0,037	-0,144 ^c
Belgo-Mineira	-0,012	0,033	0,039	-0,015	0,052	0,022	0,052	-0,005	-0,021	-0,087
Brahma	-0,138 ^c	0,048	0,039	-0,003	-0,015	0,026	-0,005	0,048	0,029	-0,034
Lojas Americanas	-0,021	0,067	-0,017	-0,033	-0,032	0,022	-0,065	-0,006	0,003	0,003
Mannesmann	-0,016	0,008	0,054	-0,001	0,041	-0,150 ^c	0,037	0,002	-0,058	0,035
Petrobrás	-0,023	-0,089	0,042	0,124 ^c	-0,000	0,015	0,079	0,014	0,077	-0,048
Samitri	-0,053	0,002	0,040	-0,059	0,039	0,071	0,038	0,009	0,013	-0,040
Sid. Riograndense	-0,143 ^c	-0,023	-0,079	0,063	-0,013	0,089	-0,123 ^b	0,038	-0,059	0,069
Souza Cruz	-0,063	0,016	0,031	-0,070	0,023	0,049	0,043	0,073	0,043	0,057
Média ^d	-0,036	0,007	0,007	0,008	0,011	0,008	0,015	0,021	0,014	-0,026

Notas:

^a Número de observações: 369.^b Significante ao nível de 5%.^c Significante ao nível de 1%.^d Média das 10 ações.

Em todos os subperíodos analisados, o número de coeficientes negativos para defasagem de um dia é superior ao número de coeficientes positivos. Incluindo-se o IPBV, em 1975, seis coeficientes são negativos e cinco positivos. Em 1976, oito coeficientes são negativos e três positivos e em 1977/78, nove são negativos e apenas dois positivos. Algumas idéias podem ser sugeridas para explicar a predominância de coeficientes negativos. Baixa liquidez e descontinuidade de negociação podem explicar a existência de coeficientes de correlação negativos e estáveis [18]. Isto parece ser bastante lógico para o caso brasileiro, mas na nossa amostra todas as ações apresentaram negociação diária no período analisado, e coeficientes negativos foram encontrados mesmo para ações com muita liquidez relativamente ao mercado brasileiro, como por exemplo, Petrobrás em 1976 e em 1977/78. Portanto, estas razões não explicam completamente a predominância de coeficientes negativos. Fatores adicionais podem também influir para causar correlação negativa.

Uma causa que pode ser apontada seria uma deficiente interpretação momentânea de informações novas que chegam ao mercado. No primeiro dia as cotações de uma ação poderiam oscilar em um determinado sentido, seguindo-se logo um movimento de correção da tendência inicial em sentido contrário como resultado de uma avaliação mais precisa da informação. Estes movimentos, no caso brasileiro, tendem a ser ampliados pelo caráter volátil do mercado.

Por outro lado, a correlação positiva encontrada pode ser devida a um lento ajuste de preço de mercado a novas informações não absorvidas imediatamente por todos os investidores. O fato de nem todas as organizações possuírem

analistas preocupados em estudar o impacto de longo prazo de novas informações, ou mesmo a dificuldade de avaliação devido à insuficiência de informações, pode causar este tipo de defasagem. Da mesma forma, as autocorrelações positivas podem ter ocorrido pelo fato de existirem informações privilegiadas divulgadas a grupos restritos de investidores e que só lentamente seriam difundidas a outros investidores.

O Quadro que se segue apresenta uma comparação dos coeficientes de autocorrelação serial com um dia de defasagem encontrados em testes semelhantes para mercados de diversos países. A relação não é extensiva, mas serve para uma análise comparativa, apesar de terem sido realizados em períodos diferentes.

Todos os resultados dos testes apresentados neste Quadro, com uma exceção apenas, não encontraram autocorrelação serial significativa entre taxas de retorno nominais e sucessivas de ações. Em sua maior parte, com leves discrepâncias, as taxas de retorno sucessivas de ações são independentes entre si. A exceção encontra-se no trabalho de Conrad e Juttner, que encontraram coeficientes de autocorrelação significantes para o mercado alemão. Já os trabalhos de Solnik e Guy não encontraram semelhante evidência para o mesmo mercado.

Comparados com os resultados das Tabelas 5, 6 e 7, pode-se verificar que não existem grandes diferenças entre os resultados encontrados para os coeficientes de autocorrelação serial em outros mercados de capitais e no brasileiro.

Comparação de Coeficientes de Autocorrelação Serial de Ordem 1

Mercado	Autor	Nº de Ações	Retornos	Período	Coeficiente Médio	Significante
Inglaterra	Dryden [8]	15	Diários	1963/64	0,092	Não
Inglaterra	Solnik [18]	40	Diários	mar. 1966-abr. 1971	-0,072	Não
França	Solnik [18]	65	Diários	mar. 1966-abr. 1971	-0,019	Não
Itália	Solnik [18]	30	Diários	mar. 1966-abr. 1971	-0,023	Não
Alemanha	Solnik [18]	35	Diários	mar. 1966-abr. 1971	0,078	Não
Alemanha	Conrad e Juttner [7]	54	Diários	1968-1971	-0,143	Sim
Alemanha	Guy [13]	90	Mensais	1960-1971	0,071	Não
Noruega	Jennørgren e Krosvold [14]	30	Diários	1967-1971	0,109	Não
Holanda	Solnik [18]	24	Diários	mar. 1966-abr. 1971	0,031	Não
Bélgica	Solnik [18]	17	Diários	mar. 1966-abr. 1971	-0,018	Não
Suíça	Solnik [18]	17	Diários	mar. 1966-abr. 1971	0,012	Não
Suécia	Solnik [18]	6	Diários	mar. 1966-abr. 1971	0,056	Não
Estados Unidos	Fama [9]	30	Diários	1967-1971	0,026	Não

TESTES DE CORRIDA DE SINAL

O teste de corrida de sinal (*run test*) [21] oferecerá evidência adicional para a hipótese de independência das taxas de retorno sucessivas. Para melhor compreensão deste teste julgamos interessante descrever e definir, com alguns detalhes, o que seja um teste de corrida de sinal.

O coeficiente de correlação serial mede a magnitude de dependência entre variações sucessivas de uma série temporal, no nosso caso as taxas de retorno diárias de ações. O teste de corrida de sinal, por sua vez, não se preocupa com a magnitude da variação da taxa de retorno, mas simplesmente com a sua direção. Este teste é aplicado para verificar a tendencialidade de uma série temporal, como é o caso da série das taxas de retorno diárias do IPBV e de quaisquer títulos.

Pode-se definir uma corrida como uma seqüência de símbolos idênticos ocorrendo em uma longa seqüência que contém outros símbolos. Assim, por exemplo, as variações diárias do IPBV podem ser classificadas de positivas, negativas ou nulas, independentemente da sua magnitude, associando-se o sinal + a uma valorização, o sinal - a uma desvalorização e o sinal 0 a um período no qual o índice permaneceu estável. Assim, uma série +++--00+--+ poderia ser considerada como possuindo cinco corridas. A primeira seria representada pelos três primeiros +, a segunda por dois -, a terceira pelos zeros, a quarta por dois + e, finalmente, uma corrida com dois -. Pode-se, portanto, a partir da contagem destes sinais, verificar se uma série é aleatória ou se possui indício de alguma tendência.

Assim, o número total de corridas em uma amostra (de qualquer tamanho) nos dá uma indicação se a série é ou não é aleatória. A lógica do teste está no fato de que se ocorrerem poucas corridas, em relação ao número de corri-

das esperado em uma série aleatória, pode-se concluir que a série possui alguma tendência como consequência de falta de independência entre seus valores. Da mesma forma, se a série apresentou um número de corridas muito grande em relação ao número de corridas esperado, pode-se concluir que flutuações cíclicas e sistemáticas de curto prazo estão influenciando a série, não existindo, portanto, independência entre seus valores.

Aplicando-se a *rationale* do teste de corrida de sinal ao objetivo do nosso trabalho, poderemos afirmar que as taxas de retorno diárias do IPBV, por exemplo, são independentes ou aleatórias se o número de corridas da série for bastante próximo do número esperado de corridas para uma série aleatória, donde se concluiria que não existe qualquer tendência (seja primária, secundária ou terciária, de alta ou de baixa, para utilizar a linguagem dos analistas técnicos) no movimento diário deste índice.

Para o teste de corrida de sinal, quando o total de sinais negativos ou positivos é muito grande (como é o caso da nossa série), uma boa aproximação para se testar a significância da distribuição de freqüência *r* (número de corridas observado) é a distribuição normal.

As Tabelas 8, 9, 10 e 11 apresentam os resultados do teste de corrida de sinal para o IPBV e para as 10 ações da nossa amostra. A Tabela 8 apresenta os resultados para o IPBV, não só considerando o período completo (janeiro de 1975 a junho de 1978), mas também os quatro subperíodos. Neste caso os testes foram realizados também com intervalos de um, quatro e 10 dias e, para o período completo, analisaram-se ainda as corridas com base em retornos mensais (intervalo de 30 dias).

O IPBV apresentou, considerando-se o período de 42 meses, uma certa tendência levando-se em conta não só as corridas de taxas de retorno diárias (intervalo de um dia),

mas também intervalos de quatro dias, sendo a variável reduzida, em ambos os casos, significativa ao nível de 1%. Para retornos diários, o número de corridas observado foi de 351 contra um número de corridas esperado de 426. Para intervalo de quatro dias, foram encontradas 86 corridas para um número esperado de 106,5. Parte desta tendência, porém,

pode ser atribuída ao fato de estarmos analisando as oscilações de um índice ponderado e que, por construção, deve apresentar uma certa dependência de um dia para o outro. Já para intervalos de 10 e 30 dias, respectivamente, o número de corridas observado foi bastante próximo do número de corridas esperado.

TABELA 8 – Teste de Corrida de Sinal – IPBV – Período: 1975/junho 1978^a

Defasagem (Dias)	1	4	10	30
Número de Corridas	351	86	40	20
Número Esperado de Corridas	426,0	106,5	42,1	21,9
Desvio Padrão de Corridas	14,47	7,18	4,41	3,19
Z	-5,18 ^b	-2,86 ^b	-0,48	-0,61

IPBV (Subperíodos)

Itens Defasagem (Dias)	1975 ^c			1976 ^c			1977/78 ^e
	1	4	10	1	4	10	1
Número de Corridas	104	25	14	93	29	11	166
Número Esperado de Corridas	123,6	31,5	13,0	123,9	31,5	12,7	185,2
Desvio Padrão de Corridas	7,79	3,87	2,40	7,80	3,87	2,33	9,58
Z	-2,52 ^d	-1,68	0,42	-3,96 ^b	-0,64	-0,72	-2,01

Notas:

^a Número de observações: 863.

^b Significante ao nível de 1%.

^c Número de observações: 247.

^d Significante ao nível de 5%.

^e Número de observações: 369.

TABELA 9 – Teste de Corrida de Sinal – 1975^a

Títulos	Número Observado de Corridas	Número Esperado de Corridas	Desvio Padrão de Corridas	Z
Acesita	119	121,0	7,63	0,28
Banco do Brasil	123	123,0	7,75	0,003
Belgo-Mineira	113	123,9	7,80	-1,40
Brahma	118	121,4	7,64	0,45
Lojas Americanas	137	124,1	7,82	1,64
Mannesmann	120	119,5	7,62	0,07
Petrobrás	124	123,8	7,80	0,03
Samitri	123	120,0	7,56	0,39
Sid. Riograndense	116	117,9	7,42	-0,26
Souza Cruz	140	124,2	7,83	2,01 ^b
Média	123	121,9	7,69	

Notas:

^a Número de observações: 247.

^b Significante ao nível de 5%.

TABELA 10 – Teste de Corrida de Sinal – 1976^a

Títulos	Número Observado de Corridas	Número Esperado de Corridas	Desvio Padrão de Corridas	Z
Acesita	132	119,2	7,51	0,37
Banco do Brasil	117	124,4	7,84	-0,95
Belgo-Mineira	119	124,3	7,83	-0,68
Brahma	139	123,4	7,77	2,00 ^b
Lojas Americanas	125	122,8	7,73	0,28
Mannesmann	117	121,7	7,67	-0,62
Petrobrás	116	123,4	2,48	-0,96
Samitri	121	120,7	7,60	0,03
Sid. Riograndense	146	120,4	7,58	3,38 ^b
Souza Cruz	120	123,6	7,79	-0,46
Média	124,2	122,4	7,18	

Notas:

^a Número de observações: 247.^b Significante ao nível de 5%.TABELA 11 – Teste de Corrida de Sinal – 1977/78^a

Títulos	Número Observado de Corridas	Número Esperado de Corridas	Desvio Padrão de Corridas	Z
Acesita	185	181,7	9,39	0,35
Banco do Brasil	174	185,4	9,59	-1,19
Belgo-Mineira	192	182,5	9,44	1,01
Brahma	185	181,7	9,39	0,35
Lojas Americanas	176	183,2	9,47	0,76
Mannesmann	183	184,2	9,52	-0,13
Petrobrás	186	184,5	9,54	0,16
Samitri	192	184,5	9,54	0,78
Sid. Riograndense	163	173,3	8,95	-1,15
Souza Cruz	204	185,0	9,57	1,99 ^b
Média	184,5	182,2	9,42	

Notas:

^a Número de observações: 369.^b Significante ao nível de 5%.

Se verificarmos o teste de corrida de sinal do IPBV para os vários subperíodos, o mesmo fenômeno ocorre, excetuando-se no período 1977/78. Para intervalos de um dia, o teste foi significativo ao nível de 1% em 1975 e 1976. Em resumo, deve-se notar que, nos anos em que o número de corridas observado foi significativamente diferente de número de corridas esperado, a variável reduzida (z) foi negativa, indicando um número menor de corridas do que o esperado, ou seja, uma certa tendência foi encontrada. Parte desta dependência encontrada deve-se ao próprio processo de construção do índice. Nos subperíodos, para intervalos de quatro e 10 dias, em nenhum dos casos o número de corridas observado foi significativamente diferente do número de corridas esperado. A tendência encontrada foi para intervalos de um dia, e, repetimos, parte desta tendência deve-se

ao próprio processo de construção do índice e ao intervalo de tempo das observações, no caso um dia.

As corridas das 10 ações da amostra encontram-se nas Tabelas 9, 10 e 11. Para apenas quatro ações o número observado de corridas foi significativamente diferente do número de corridas esperado (ao nível de 5%). Estes casos são: Souza Cruz em 1975, Brahma e Siderúrgica Riograndense em 1976, e novamente Souza Cruz em 1978. Nestes quatro casos o número de corridas observado foi superior ao número de corridas esperado, sugerindo então a existência de pequena tendência cíclica e de curto prazo.

De uma maneira geral, os testes de corrida de sinal reforçam a idéia da independência dos retornos diários das ações pesquisadas.

INFLAÇÃO E TESTES DE EFICIÊNCIA DE FORMA FRACA

Os testes de eficiência apresentados neste trabalho talvez sejam os primeiros a serem realizados em um mercado de capitais que sofre os efeitos de uma inflação extremamente elevada. Portanto, alguns comentários se fazem necessários sobre a sua eventual influência nos resultados dos testes.

O processo inflacionário brasileiro apresenta elevado grau de autocorrelação, isto é, os índices de inflação de um mês dependem de uma certa maneira dos índices de inflação do mês anterior, e de certa forma, influenciam os índices de inflação do mês seguinte. A correlação da taxa de inflação brasileira no período 1968-76 foi testada por Brito [4] e [5] através de três índices distintos: o Índice Geral de Preços, o conceito Disponibilidade Interna, e o Índice de Preços por Atacado. Os coeficientes de autocorrelação serial encontrados foram significativos para todos os Índices de Preços ao nível de 5% até cinco meses de defasagem, e para todos os índices os níveis de autocorrelação foram significantes ao nível de 1% até dois meses de defasagem.⁴

Sendo o processo inflacionário brasileiro altamente correlacionado, pode-se supor que os investidores perceberiam de alguma forma esta dependência e a refletiriam sobre os preços dos títulos do mercado. Brito sugeriu no seu trabalho que, através da atuação de analistas eficientes, existirá um processo de transferência de autocorrelação serial da inflação sobre os preços das ações, produzindo autocorrelação serial nas taxas nominais de retorno das ações.

Como os testes apresentados neste trabalho — realizados com taxas de retorno nominais — não produziram suporte empírico que evidenciasse autocorrelação serial em taxas nominais de retorno, algumas idéias complementares podem ser tentadas para explicar o fenômeno.

Em primeiro lugar, a autocorrelação serial da inflação é uma condição suficiente, mas não necessária para a existência de autocorrelação nas taxas de retorno nominais de títulos.

Em segundo lugar, a elevada autocorrelação na taxa inflacionária brasileira pode ter decorrido de distúrbios gerados pela própria construção dos Índices de Preços, seja no método de coleta de amostra, seja na amostra de domicílios e locais de coleta de preços, seja no número de cidades de

amostragem mensal, entre outros. Deve-se argumentar, ainda como possível causa destes distúrbios, que a partir de setembro de 1975 o Índice de Preços por Atacado passou a ser "expurgado" de aumentos extraordinários de preços oriundos de algum fato desestabilizador do mecanismo de formação de preços. Os "expurgos" do Índice foram utilizados quando a oferta de determinados produtos era afetada por secas e enchentes ou quaisquer outros fatores climáticos. Posteriormente o "expurgo" era compensado.⁵ Além disto deve-se levar em conta que os preços de grande parte dos produtos (especialmente os alimentícios), que compõem a cesta de mercadorias utilizadas para o cálculo dos Índices, são tomados de estabelecimentos (normalmente supermercados) que os vendem a preços oficiais, enquanto comerciantes independentes, apesar de correrem o risco de multa, praticam preços de mercado. O caso inverso também pode ocorrer, isto é, os preços computados no Índice serem superiores aos praticados pelo mercado.

Também não deve ser deixado de lado o fato de a economia brasileira ser altamente indexada através da utilização do mecanismo da correção monetária e também possuir um numeroso grupo de produtos e serviços sujeitos a um regime rigoroso de controles de preços. E.F. Fama [11]⁶ verificou que os coeficientes de autocorrelação serial da inflação americana foram superiores durante um período de controle de preços estabelecidos pelo governo no período entre agosto de 1971 e junho de 1974. Fama, que neste trabalho procurou testar a eficiência do mercado de Letras do Tesouro americano como antecipadoras da taxa inflacionária, concluiu que através dos níveis de correlação encontrados neste período, qualquer modelo de testes de eficiência do mercado deveria se basear em Índices de Preços que não abrangessem períodos de controles artificiais.

Os problemas apontados poderiam induzir a uma autocorrelação espúria nas taxas de inflação e, portanto, superestimar a verdadeira autocorrelação encontrada na inflação brasileira. Como é possível existir um mercado de capitais eficiente mesmo que os níveis de inflação apresentem autocorrelação serial [11], nada impede que a independência das séries das taxas de retorno nominais encontradas nos testes deste trabalho sejam uma indicação de que a autocorrelação encontrada nas taxas de inflação esteja superestimada e induzida por erros de medida, pressupondo-se, em termos mais rigorosos, que a correlação das taxas de inflação brasileira deveria conduzir a uma autocorrelação nas taxas de rentabilidade nominais dos preços das ações.

⁴ Para o Índice Geral de Preços com defasagens de 1, 2, 3, 4 e 5 meses os coeficientes de autocorrelação serial encontrados foram, respectivamente, 0,685, 0,490, 0,346, 0,279 e 0,214.

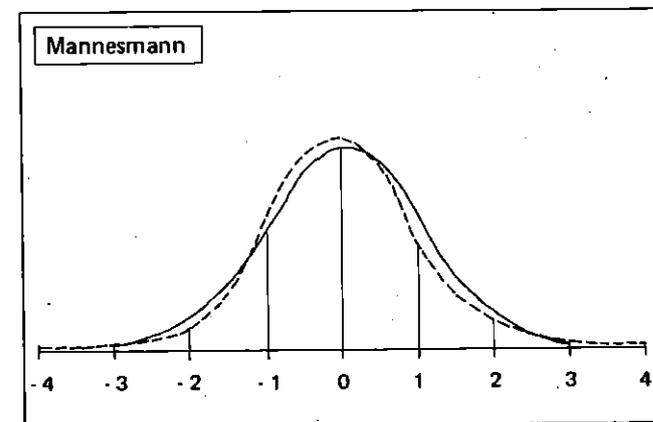
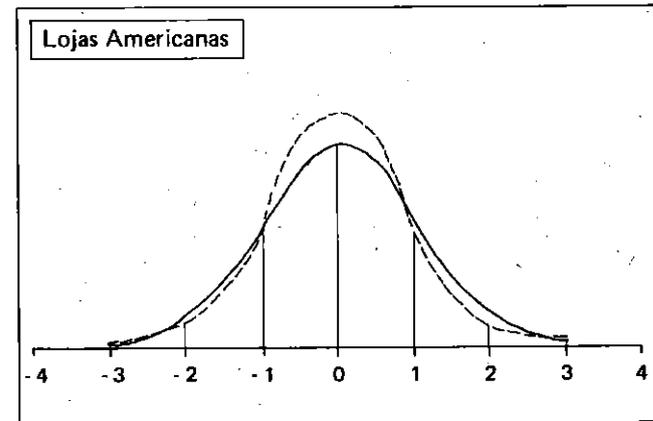
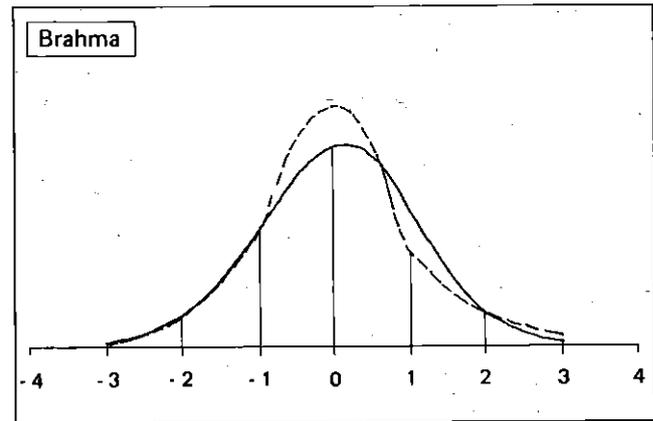
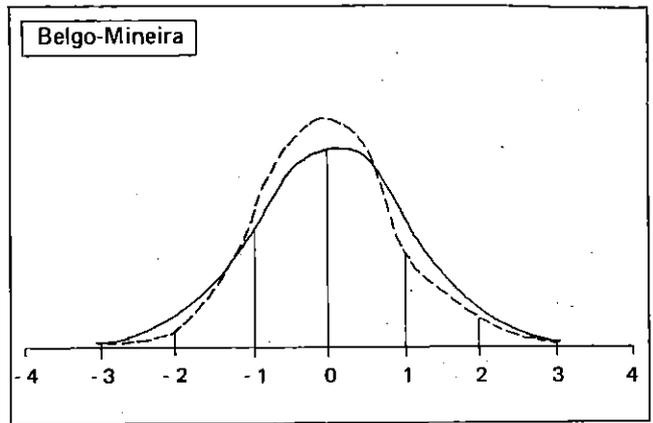
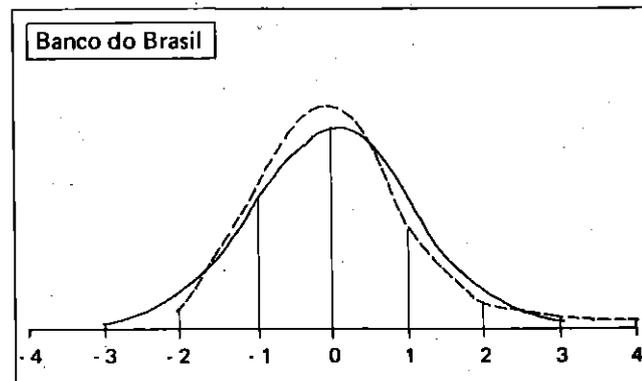
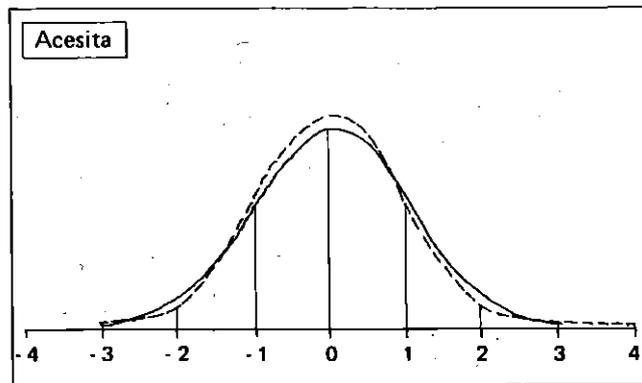
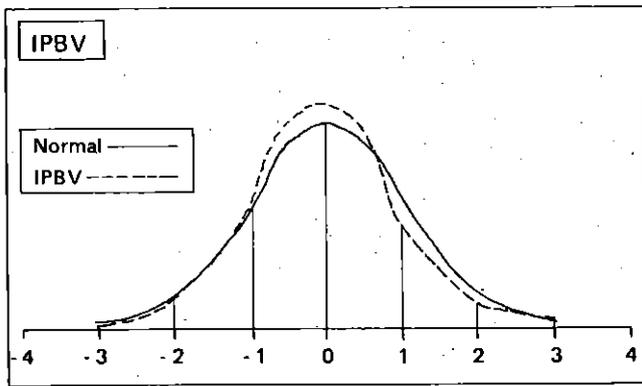
⁵ Para maiores detalhes do método do "expurgo", veja Conjuntura Econômica [6].

⁶ O Capítulo 6 deste livro de Fama é uma versão revista e ampliada do seu trabalho original [12, pp. 269-282].

As hipóteses alinhadas deveriam ser testadas para que se encontre evidência empírica da sua validade, mas podem ser uma explicação alternativa para o fato de que não foi encontrada autocorrelação serial nos testes de eficiência de forma fraca no mercado brasileiro. De qualquer maneira, e conforme já afirmamos, as condições de independência serial são condições suficientes, mas não necessárias. Portanto, não impedem que as taxas de retorno nominais no mercado brasileiro sejam independentes.

Fama [11] também preocupado com as deficiências de construção do Índice de Preços americano e a sua possível influência sobre os resultados encontrados, afirmou: "se os resultados dos testes são significativos, os dados utilizados são, provavelmente, adequados". A analogia também parece se aplicar ao presente trabalho.

Distribuição de Frequência – 77/78



CONCLUSÃO

Este trabalho verificou a hipótese do mercado eficiente para o caso brasileiro através da aplicação dos chamados testes de forma fraca. A evidência apresentada mostra que os preços das ações brasileiras se comportam de uma forma independente, seguindo um modelo do tipo *random walk*. Os níveis de significância encontrados para algumas ações em alguns dos testes aplicados não ferem a hipótese geral do modelo testado.

Os resultados implicam, em uma primeira instância, a constatação de que a chamada análise técnica (gráficos de barras e/ou ponto-figura) não encontra suporte empírico para o caso brasileiro como estratégia sistemática de se obterem retornos extraordinários no mercado de ações.

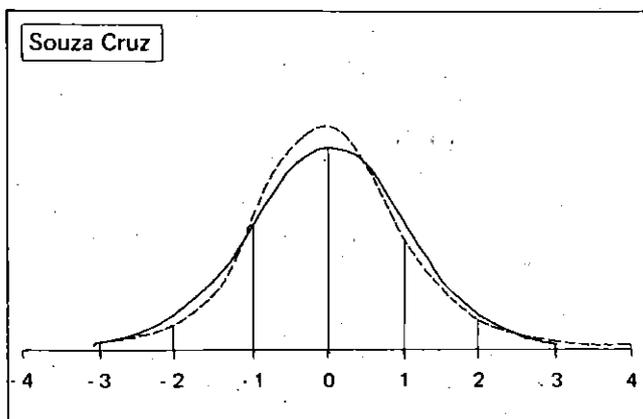
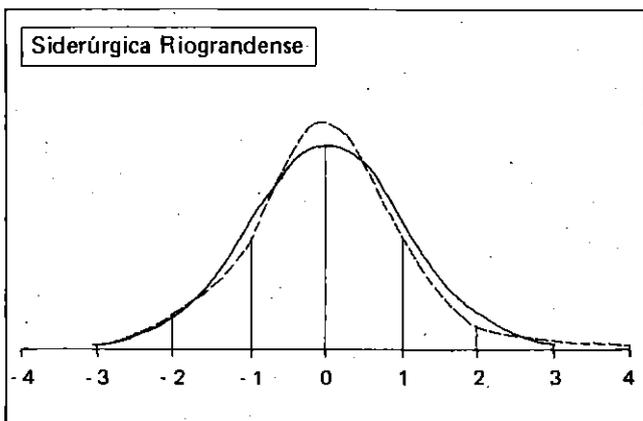
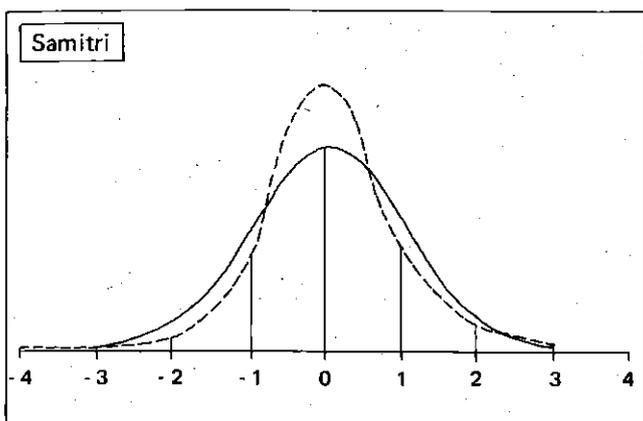
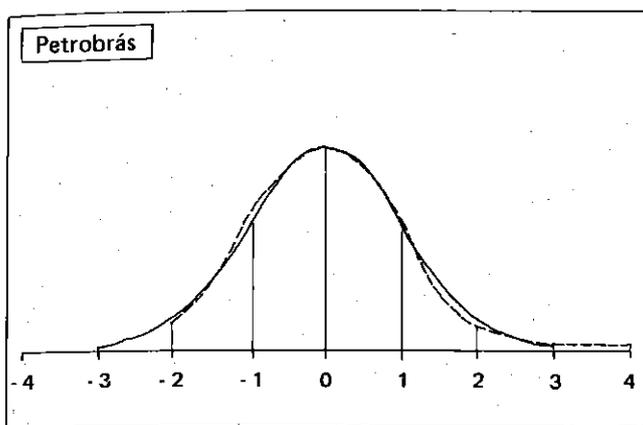
As distribuições de frequência relativas encontradas no IPBV e nas 10 ações da amostra se mostraram próximas de uma distribuição normal, e os desvios da normalidade se conformaram de maneira próxima aos resultados de testes semelhantes aplicados no mercado americano e inglês. Com pequenas exceções, a taxa de retorno diário das ações foi positiva e com elevado desvio padrão, hipótese que parece ser consistente com o alto nível inflacionário da economia brasileira. Por sua vez, o mercado não parece transferir para as taxas de retorno das ações a elevada autocorrelação encontrada na inflação brasileira.

Todos os coeficientes de autocorrelação serial são bastante próximos de zero, e a dependência serial encontrada para alguns casos é bastante pequena. É possível que autocorrelações significantes derivem de uma baixa liquidez das ações envolvidas, baixo *disclosure* de informações, entre outros fatores.

A "dependência" encontrada no IPBV nos testes de corrida de sinal pode estar associado ao próprio método de construção do Índice, que induziria a uma correlação espúria. De qualquer forma, os resultados encontrados para as corridas de sinal do IPBV demonstram um leve movimento cíclico de altas e baixas de curto prazo. Este resultado, entretanto, perde sua importância se verificados os resultados das corridas de sinal para as ações individuais que se mostraram bastante próximas do modelo aleatório.

Deve-se entender bem os resultados encontrados nos testes de eficiência de forma fraca aqui revelados. Os resultados gerais indicam que o mecanismo de formação de preços do mercado de ações brasileiro é bastante eficiente e assemelha-se a um modelo do tipo *random walk*, pelo menos para as 10 ações utilizadas nesta pesquisa. Na realidade, não se poderia estender esta conclusão para o mercado como um todo a partir dos resultados aqui encontrados.

A eficiência verificada por testes de forma fraca, entretanto, indica que o mercado desconta todas as informa-



ções disponíveis de maneira rápida e de tal forma que o conhecimento de informações públicas não produzem estratégias de investimento superiores. Indica também que, sendo aleatórias as informações que fluem diariamente para o mercado, os preços das ações seguiriam um modelo aleatório, ou seja, qualquer regra, fórmula ou mecanismo baseado no conhecimento de preços passados não serve como instrumento para estimar preços futuros.

Um fato adicional deve ser levado em conta para uma melhor compreensão dos resultados encontrados: os testes foram aplicados a uma amostra de apenas 10 ações, embora, em volume de negócios, este número seja significativo. Testes aplicados a uma amostra maior envolvendo ações com liquidez reduzida, bem como abrangendo um período maior, poderão ampliar o grau de entendimento da eficiência informacional fraca no mercado de ações brasileiro.

Testes das chamadas formas semiforte e forte para verificar a hipótese de eficiência do mercado de ações brasileiro poderão proporcionar evidência adicional das conclusões preliminares aqui apresentadas.

Um mercado de capitais eficiente é um objetivo econômico altamente desejável porque assegura uma adequada alocação de recursos na economia. Os resultados aqui encontrados satisfazem as condições básicas e preliminares de eficiência, o que enfatiza a utilização do mercado de capitais como um dos mecanismos para promover mais rapidamente o desenvolvimento econômico dentro de um modelo de economia de mercado.

BIBLIOGRAFIA

- 1 ANDERSON, R. L. Distribution of the serial correlation coefficient. *Annals of Mathematical Statistics*, Ann Arbor, Mich., Institute of Mathematical Statistics, v. 13, n. 1, pp. 1-13, 1942.
- 2 BREALEY, Richard A. The distribution and independence of successive rates of return from British equity market. *Journal of Business Finance*. Mercury House Business, v. 2, 1970.
- 3 ———. *An introduction to risk and return from common stocks*. Cambridge, Mass., The MIT Press, 1969.
- 4 BRITO, Ney O. *Características do processo inflacionário e do mercado de letras do Tesouro Nacional*. Rio de Janeiro, COPPEAD, 1978. (Relatório técnico, 10) [mimeo]
- 5 ———. Eficiência informacional fraca de mercado de capitais sob condições de inflação. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 4, n. 10, pp. 63-85, jan./abr. 1978.
- 6 CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro, FGV, v. 29, n. 11, nov. 1975.

- 7 CONRAD, K. & JUTTNER, D. J. Recent behavior of stock market prices in Germany and the random walk hypothesis. *Kyklos*, Basel, Kyklos Verlag, v. 26, n. 3, 1973.
- 8 DRYDEN, M. M. A statistical study of UK share prices. *Scottish Journal of Political Economy*, Edinburg, Scottish Economic Society, v. 17, 1970.
- 9 FAMA, Eugene F. The behavior of stock market prices. *The Journal of Business*, Chicago, Ill., The Univ. of Chicago Press, v. 38, n. 1, pp. 34-105, Jan. 1965.
- 10 ———. The efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, New York, The American Finance Association, v. 25, n. 2, pp. 383-417, May 1970.
- 11 ———. *Foundations of Finance*. Oxford, Basil Blackwell, 1977.
- 12 ———. Short-term interest rates as predictors of inflation. *The American Economic Review*, Menasha, Wisconsin, The American Economic Association, v. 65, n. 3, pp. 269-82, June 1975.
- 13 GUY, James R. F. The behavior of equity securities on the German stock exchange. *Journal of Banking and Finance*, Amsterdam, North-Holland, v. 1, n. 1, pp. 71-93, June 1977.
- 14 JENNERGREN, P. & KORSVOLD, P. E. The non-random character of Norwegian and Swedish stock market prices. In: ELTON, E. J. ed. & GRUBER, M. J. ed. *International capital markets*. Amsterdam, North-Holland, 1975.
- 15 KENDALL, Maurice. *Times series*. 2nd. ed. London, Charles Griffin, 1976.
- 16 LORIE, James H. & HAMILTON, Mary T. *The stock market: theories and evidence*. Homewood, Ill., R. D. Irwin, 1973.
- 17 ROBERTS, Harry V. Stock market patterns and financial analysis: methodological suggestions. *The Journal of Finance*, New York, The American Finance Association, v. 14, n. 1, pp. 1-10, Mar. 1959.
- 18 SOLNIK, Bruno H. Note on the validity of the random walk for European stock prices. *The Journal of Finance*, New York, The American Finance Association, v. 28, n. 5, pp. 1151-9, Dec. 1973.
- 19 NIEDERHOFFER, V. & OSBORNE, M. F. Market making and reversals on the stock exchange. *Journal of the American Statistical Association*, New York, Wiley-Interscience, v. 61, pp. 897-916, Dec. 1966.
- 20 SAMUELSON, Paul A. Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly. *Industrial Management Review*, n. 6, pp. 41-9, 1965.
- 21 SPIEGEL, S. *Nonparametric statistics*. New York, McGraw Hill, 1956.
- 22 YEOMANS, K. A. *Statistics for the social scientist*. London, Penguin Books, 1968. v. 1: Introducing statistics.
- 23 ———. ———. London, Penguin Books, 1968. v. 2: Applied statistics.

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

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

Conflitos da Política Econômica: Um Comentário *

Ailton Coentro Filho **

A partir de 1974, a economia brasileira passou a conviver com dificuldades crescentes que se traduziram pelo recrudescimento do processo inflacionário e pelo agravamento dos desequilíbrios nas contas externas do país. O ano de 1979 foi particularmente difícil para a economia brasileira, que se defrontou, no plano interno, com escassez de gêneros alimentícios e com uma dramática escalada de preços e, no plano externo, com a tendência crescente das taxas de juros praticadas nos mercados financeiros internacionais, além dos imprevisíveis aumentos nos preços do petróleo.

Dentro deste quadro, notadamente a partir do segundo semestre do ano passado, diversas medidas de política econômica vêm sendo implantadas, quase sempre fulminantes tanto por seu impacto na economia, quanto pela surpresa com que tem colhido os mais diversos setores da opinião pública nacional. Assim, entre diversas medidas, o governo estabeleceu o controle das taxas de juros de bancos e financeiras, elevou a alíquota do imposto de renda das empresas, extinguiu uma variada gama de subsídios e créditos-prêmios à exportação e efetuou uma desvalorização de 30% do cruzeiro em relação ao dólar. No início deste ano, a correção monetária e a correção cambial foram prefixadas em 45% e 40%, respectivamente, indicando uma previsão governamental em torno de 55% para a inflação em 1980.

De modo geral, um elenco de medidas tão diversificadas, implementadas em um período relativamente curto, corre o risco de aguçar as incertezas dos agentes econômi-

cos e inibir, por esta via, a decisão de investimento, com conseqüências desfavoráveis sobre o nível de atividade econômica. Se, de um lado, o governo reduziu drasticamente o crédito subsidiado e eliminou os créditos-prêmios à exportação e os depósitos compulsórios sobre importações, devolvendo, assim, importantes setores da economia aos mecanismos de mercado; por outro lado, o governo também conferiu maior rigor aos controles de preços e de taxas de juros, provavelmente deixando os empresários inseguros quanto à resultante final das diversas medidas. No entanto, tais medidas se impunham, dada a situação de crescente descontrole da política monetária até meados do ano passado. Com efeito, um importante objetivo por trás dessas medidas — dobrar a excessiva expectativa inflacionária — aparentemente vem sendo alcançado, sobretudo a partir da prefixação das correções monetária e cambial.

Uma inflação na casa dos 80%, uma forte imprevisibilidade sobre os resultados do balanço de pagamentos (dada a tendência das taxas de juros internacionais e do preço do petróleo, além das ameaças de uma iminente recessão mundial) e o espectro incômodo de uma gigantesca dívida externa, constituem graves desafios para a política econômica em 1980. Por outro lado, tais desafios não devem ser enfrentados à custa de uma acentuada queda na taxa de ocupação da mão de obra, sob pena de recrudescerem as tensões sociais, comprometendo o projeto político do governo. Portanto, o dilema não é, certamente, dos mais singelos. Está a exigir firmeza e coerência da política eco-

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

** Ailton Coentro Filho é Pesquisador do Departamento de Estudos e Pesquisas do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais.

R. Bras. Merc. Cap.	Rio de Janeiro	v. 6, n. 16, pp. 96-98	jan./abr. 1980
---------------------	----------------	------------------------	----------------

nômica no sentido de conciliar objetivos teoricamente conflitantes: sustentar o crescimento econômico e lograr uma redução expressiva na taxa de inflação.

A atual conjuntura de recrudescimento do processo inflacionário e a seqüência de medidas governamentais, no sentido de conter a escalada dos preços, levantam algumas questões importantes para a política econômica brasileira. Os manuais de economia nos ensinam que, em circunstâncias de aceleração inflacionária, aumenta o risco de empreendimentos de longa maturação, o que compromete a produtividade da economia. A inflação elevada diminui a eficiência marginal do capital, na medida em que a rentabilidade real esperada do investimento é corroída pela expectativa de inflação. Neste contexto, é comum tornar-se mais atrativo o investimento especulativo de curto prazo, o que desfavorece o processo de acumulação de capital e asfixia o crescimento econômico. A poupança, por outro lado, também se ressentida das altas taxas de inflação (na ausência de um mecanismo de correção monetária plena), tendendo a diminuir sua participação relativa na renda global em favor do consumo, pois os poupadores passam a não mais vislumbrar remuneração satisfatória para suas poupanças, num quadro de expectativas inflacionárias exacerbadas.

Essas indicações teóricas são amplamente confirmadas pela experiência inflacionária no Brasil, sobretudo a partir de 1974. De fato, desde 1971, quando o mercado de ações entrou em fase de baixa acentuada, o fluxo de capitais especulativos foi canalizado para o mercado imobiliário e para o mercado aberto (em grande parte alimentado pela fatura de crédito subsidiado), desviando recursos da atividade produtiva e inflacionando artificialmente os preços da terra e dos imóveis.

Os dados mais recentes da contabilidade nacional indicam um progressivo declínio na parcela do produto nacional destinada à formação bruta de capital fixo. Em 1975, o investimento bruto da economia representava 25,7% do PNB, percentual que vem declinando desde então, alcançando 22,9% em 1978. Em contrapartida, os dados também revelam uma redução na participação da poupança interna bruta, bem como da poupança externa, como percentagens do PNB, além de uma menor taxa de crescimento real da poupança na segunda metade dos anos 70, que coincide com a aceleração da taxa de inflação. Portanto, os indícios de um lento crescimento da poupança e do investimento são certamente preocupantes, pois prenunciam um limite a médio prazo para o crescimento real da economia. Como veremos mais adiante, as questões ligadas ao processo de acumulação de capital inscrevem-se no contexto dos objetivos de longo prazo da economia, os quais nem sempre são congruentes com os objetivos de curto prazo.

Nos últimos anos, as medidas implementadas pelo governo federal no sentido de combater a inflação e solucionar os desequilíbrios do balanço de pagamentos, embora

possamos reconhecer seu acerto do ponto de vista da programação econômica de curto e médio prazo, deixam transparecer, por vezes, certo descaso com objetivos de mais longo prazo mas nem por isso menos relevantes. É o caso, por exemplo, dos investimentos em pesquisa científica e tecnológica ou dos incentivos à acumulação de capital, entre outros.

É fartamente conhecido o estado insuficiente do desenvolvimento científico e tecnológico brasileiro, apesar de avanços em certas áreas ocorridos nos últimos anos. Também é amplamente conhecida a situação desalentadora dos números que retratam a produtividade de diversos produtos de agropecuária brasileira (p. ex., o trigo, o feijão, o milho, o leite, etc.). Em particular, a baixa produtividade ainda hoje verificada em grande parte da agricultura brasileira reflete os equívocos de uma política cujas origens remontam ao final da década de 40 e cujo traço característico consistiu no abandono relativo da agricultura em benefício da indústria. Desde então, foram poucos e descontínuos os esforços de pesquisa para a melhoria da produtividade agrícola, com crescente prejuízo para o abastecimento interno de gêneros alimentícios e para a balança comercial do país. Nos últimos anos, por outro lado, a política econômico-financeira de curto prazo também contribuiu para agravar esta situação. A conveniência política de se alcançar metas anuais para a inflação e para o balanço de pagamentos quase sempre implica na realização de cortes de investimentos que não produzam retornos no curto prazo, como é o caso particular dos investimentos em pesquisa aplicada à agricultura. Embora se reconheça uma maior preocupação governamental nos últimos anos com a escassa produção nacional de ciência e tecnologia, o fato é que as dotações de diversos centros ou institutos de pesquisa agrônoma permanecem muito aquém do que seria necessário para eliminar o hiato tecnológico da agricultura brasileira. Evidentemente, limitar os gastos em pesquisa no presente, significa aceitar uma insuficiente oferta de produtos no futuro. Em outras palavras, significa aquecer pressões inflacionárias no longo prazo, a partir de medidas antiinflacionárias de curto prazo.

O caso da acumulação de capital constitui outro importante exemplo de conseqüências negativas que podem resultar dos conflitos entre objetivos de curto e de longo prazo da política econômico-financeira. Como foi visto acima, o processo de acumulação de capital é afetado negativamente por uma conjuntura de aceleração inflacionária. Não obstante, medidas de curto prazo para o combate à inflação e aos desequilíbrios do balanço de pagamentos também podem terminar agravando os obstáculos à acumulação de capital pela via de um menor incentivo à poupança e ao investimento em certos setores da economia. Por exemplo, os setores industriais que se destinam preponderantemente à produção para o mercado interno e que utilizam matéria-prima importada são obviamente desestimulados com o maior rigor do controle oficial de preços e com a política de desvalorização acelerada do cruzeiro. Tais medidas estrei-

tam a lucratividade desses setores na medida em que cerciam a livre formação de preços e permitem a elevação dos custos de produção. Por conseguinte, a poupança gerada nesses setores, bem como os investimentos aí aplicados são obviamente desestimulados.

Os produtos agrícolas para abastecimento interno e que necessitam de insumos importados constituem exemplo semelhante, pois seus preços estão sempre sujeitos a restrições do tipo tabelamento, ao mesmo tempo em que seus custos de produção se elevaram com a maior desvalorização cambial. Assim, também, por consequência da política econômico-financeira de curto prazo a oferta futura desses produtos fica comprometida, o que, por sua vez, significa aquecimento de pressões inflacionárias a longo prazo.

Ainda com relação aos problemas da acumulação de capital, convém considerar rapidamente a situação do mercado de capitais, à luz das observações feitas até aqui. Os dados da contabilidade nacional mostram que, a partir de 1974, com uma conjuntura de aceleração inflacionária e de redução da taxa de poupança e de investimento da economia, a participação relativa dos intermediários financeiros na renda total cresceu fortemente (de 6,2% em 1974 para 9,3% em 1978), enquanto a parcela atribuível à agricultura permaneceu estável e a participação relativa da indústria reduziu-se ligeiramente no período. O inusitado dinamismo do setor financeiro num período de desaceleração da acumulação de capital mostra que o crescimento da poupança financeira esteve muito pouco associado ao crescimento da capacidade produtiva da economia. Na verdade, grande parte da poupança financeira — notadamente aquela canalizada por intermediários financeiros privados — foi destinada a financiar o capital de giro das empresas e o consumo pessoal.

As recentes medidas de combate à inflação atingiram o setor financeiro através das restrições impostas às taxas de juros. Esta medida, juntamente com a posterior extinção de diversas linhas de crédito oficial subsidiado, supostamente deveriam ter um impacto positivo sobre o mercado de tí-

tulos de renda variável, deslocando os recursos financeiros do mercado de crédito para o mercado de ações. Certamente isto seria saudável para o processo de acumulação de capital pois reduziria o grau de endividamento do setor privado. No entanto, embora o mercado primário de ações venha revelando uma efetiva recuperação desde 1976 — basicamente pela atuação dos investidores institucionais — a persistência de elevadas taxas de inflação aliada à desconfiança do investidor individual desde os acontecimentos traumáticos de 1971, ainda constituem entraves decisivos para o revigoramento do mercado como um todo.

Por outro lado, no bojo das medidas implementadas no final do ano passado, o governo elevou a alíquota do imposto de renda das pessoas jurídicas e anunciou estudos para a tributação progressiva dos ganhos de capital. Embora restem poucas dúvidas quanto ao acerto dessas medidas em termos de distribuição de renda (a tributação do capital no Brasil é das mais baixas do mundo), seu impacto é francamente desfavorável ao mercado de ações e, por extensão, à formação de capital. Frente a um debilitado mercado de risco, as empresas continuarão a recorrer ao crédito do setor financeiro, pressionando as taxas de juros e assumindo maiores encargos financeiros, o que se traduzirá mais adiante em pressões inflacionárias renovadas.

Esses comentários sugerem que, no Brasil, a ênfase da política econômica na busca de soluções para as crises conjunturais associadas ao processo inflacionário e ao balanço de pagamentos, na ausência de um planejamento de longo prazo eficiente, pode conduzir a um quadro temerário de protelações de importantes problemas econômicos do país. A relevância desses conflitos evidencia-se quando certas metas de curto prazo são objeto de políticas que podem agravar a situação numa perspectiva de longo prazo. Naturalmente, um esforço no sentido de se recuperar o prestígio dos planos de desenvolvimento econômico, com metas e cronogramas realistas além de acompanhamento sistemático e eficiente, seria um passo decisivo no sentido de atenuar os conflitos aqui comentados.

Comentários ao Anteprojeto de Instrução da CVM que “Dispõe acerca do Aumento de Capital por Subscrição de Ações e Registro de Distribuição de Ações Mediante Subscrição Pública”*

O presente Anteprojeto insere-se na linha de medidas adotadas pela CVM no sentido de consolidar uma política reguladora do *disclosure*, sendo portanto complementar à Instrução nº 09/79. Conforme é sabido, a regulação do *disclosure* é tarefa absolutamente indispensável de qualquer agência reguladora governamental que busque uma maior “transparência” do mercado de capitais, com vistas à proteção dos investidores.

O Anteprojeto revela, inicialmente, algumas preocupações extremamente positivas da CVM, tais como:

1. procura adaptar o princípio do *disclosure*, desenvolvido em suas feições originais em mercados mais desenvolvidos, às peculiaridades do mercado brasileiro, evitando a criação de custos excessivos e desnecessários às Companhias Abertas (tipicamente é o caso da regulação do prospecto de venda, documento regulado com excessivo detalhe na legislação norte-americana, tratado com maior flexibilidade no caso da regulação presentemente proposta pela CVM);
2. busca obrigar a CVM, na administração da legislação sobre *disclosure*, a agir de forma rápida e pouco burocratizada, tendo inclusive firmado o princí-

pio de que os prazos correm contra a agência reguladora e não contra as Companhias emissoras;

3. permite às Companhias Abertas fixarem o preço de emissão em fase bastante próxima do efetivo início das vendas, o que é de grande importância, visto que grandes defasagens temporais entre o momento da deliberação de aumento de capital e o do início das vendas podem ser altamente prejudiciais para as Companhias; e
4. volta-se para uma regulação que garanta acesso por parte dos investidores às novas emissões, questão ainda não regulada convenientemente entre nós e que certamente constitui um dos “pontos de estrangulamento” no mercado brasileiro, impedindo muitas vezes maior pulverização das ações e conseqüente “democratização” do capital de Companhias Abertas.

Vejamos, a seguir, os pontos que nos parecem criticáveis, quer por expressarem determinados princípios dos quais discordamos, quer por apresentarem problemas na instrumentalização de princípios considerados positivos:

* Os presentes comentários foram elaborados por João Regis Ricardo dos Santos, Miguel Dirceu Fonseca Tavares, Nelson Laks Eizirik, Reginaldo Ferreira Pereira e Walter Lee Ness, Jr., todos técnicos do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC. As opiniões expressas nestes comentários refletem pontos de vista dos autores, e não necessariamente do IBMEC.

1. Cabe, em primeiro lugar, uma referência à técnica legislativa, questão que já mencionamos no passado, quando apresentamos nossos comentários ao Anteprojeto de Instrução nº 09/79. Tal Instrução regulou matéria anteriormente disciplinada pela Resolução 88/68 do Banco Central, assim como o presente Anteprojeto, uma vez transformado em Instrução, regulará matéria presentemente disciplinada pela Resolução nº 214/72 do Banco Central. Ora, por uma questão de hierarquia normativa, Instruções não revogam Resoluções. O procedimento mais correto, conforme já havíamos apontado, teria sido a revogação de tais Resoluções mediante normas de escalão superior ou igual. Como tal não está sendo feito, teremos Resoluções "zumbis", ainda vigentes mas sem qualquer eficácia, perambulando em eterno "limbo jurídico".

2. O art. 4º merece alguns reparos. Inicialmente, quanto à sua forma, uma vez que há dispositivos mal-redigidos. Com relação ao inciso II, deveria ser "início do prazo", ao invés de "prazo de início". Com relação ao inciso VII, sugerimos a supressão do "se", passando a redação a ser a seguinte: "VII — na hipótese de subscrição particular, a colocação das sobras das ações não subscritas far-se-á mediante: (...)".

100

Rbmeec 16/80

Temos ainda algumas críticas com relação à colocação das sobras, contemplada no inciso VII do art. 4º. Acreditamos que a venda de sobras em Bolsa de Valores deve ser considerada uma oferta pública de ações, especialmente se tais sobras forem significativas, relativamente ao total da emissão ou ao patrimônio líquido da Companhia. Assim, a venda de sobras em Bolsa deveria ser ligada aos procedimentos estabelecidos no art. 30, limitando-se a subscrição particular aos casos em que as sobras constituem percentual pouco significativo da emissão, ou sejam alocadas entre os acionistas antigos, por rateio, ou aos empregados ou seu fundo de pensão.

O inciso IX deveria contemplar também a hipótese de serem as ações na forma escritural, caso em que não há cautela ou certificado.

3. Os artigos 7º e 8º repetem a redação confusa do art. 19 da Lei 6.385/76, o qual repete (embora melhorando um pouco) a também confusa redação dos arts. 5º e 16º da Lei 4.728/65, na questão referente à subscrição ou emissão pública e sua colocação no mercado, mediante o sistema de distribuição. Define-se os casos de subscrição pública (art. 7º do Anteprojeto de Instrução), entre os quais está o de procura de novos subscritores mediante empregados ou administradores da Companhia, para, mais adiante (art. 8º), dispor-se que a distribui-

ção de emissão pública só pode ser efetuada mediante instituições integrantes do sistema de distribuição. Ora, a venda efetuada por empregados ou administradores no mercado é evidentemente pública, importa em distribuição de emissão pública. Ainda que a CVM não possa, evidentemente, dispor contrariamente ao estabelecido na Lei 6.385, deveria propor à autoridade competente nova redação ao art. 19º da Lei 6.385, particularmente de seu parágrafo 3º.

4. O art. 8º dispõe que a distribuição de emissão pública deve ser efetuada através do Sistema de Distribuição, regulado de forma genérica pelo art. 15º da Lei 6.385. Ainda que estudos mais aprofundados estejam sendo realizados pela CVM sobre a "configuração do mercado", com vistas à regulamentação das diferentes atividades na intermediação e distribuição de valores mobiliários, seria conveniente que a presente Instrução explicitasse quais as instituições financeiras que podem participar na distribuição e em que qualidade (líder, atividades apenas de venda, etc.).

5. A "análise econômico-financeira" que deve instruir o pedido de registro, prevista no inciso IV do art. 10º, deve ser compulsória em emissões de valor acima de um patamar mínimo, com vistas a uma melhor proteção dos investidores.

6. No art. 10º, § 1º, d, deveria ser definido, em termos quantitativos, o que representa "parcela substancial de recursos em relação ao patrimônio líquido da empresa".

7. O art. 13º, que trata dos casos de negação de registro, parece-nos bastante incompleto. Além dos casos mencionados, o registro também deveria ser denegado caso contivesse informações manifestamente inconsistentes, incorretas, falsas ou fraudulentas. Caso contrário, a CVM poderá ser tolhida, em casos concretos em que tenha certeza de que a companhia está prestando informações falsas, na sua função reguladora. Adicionalmente, parece absurdo não incluir esta possibilidade de indeferimento do registro quando se verifica, no art. 20º, inciso I, que a CVM deverá examinar a "consistência" das informações contidas em prospectos de venda. Ora, se não há possibilidade de denegação do registro por falsidade ou inconsistência das informações, de nada adianta o exame de consistência das informações prestadas no prospecto.

8. Os artigos 15º e 16º, que tratam das instituições integrantes da distribuição dos valores mobiliários no mercado, também parecem-nos omissos com re-

lação a alguns pontos importantes. O consórcio de distribuição, com efeito, pode ser melhor definido. Existem consórcios para *underwriting* ou divisão de risco e consórcios para venda, os quais devem ser diferenciados. A Instrução deveria ainda indicar, conforme antes referimos, quais instituições podem participar numa emissão como líderes, num consórcio de *underwriting* e num consórcio de vendas.*

9. Com relação ao art. 17º, cabe observar que, para efeitos de análise de investimento, a inclusão de somente um balanço anterior e resultados subsequentes trimestrais é claramente insuficiente. O prospecto deveria apresentar dados sumários sobre vendas, lucro operacional, lucro líquido, endividamento, liquidez e estrutura do ativo, classificados em categorias básicas pelo menos para os últimos cinco exercícios. Na forma em que está redigido o art. 17º, qualquer texto publicitário terá maiores informações históricas do que o próprio prospecto, que deve ser, por definição, o documento que contém as informações mais completas. É também importante que o prospecto apresente detalhes sobre as condições do endividamento contratado pela empresa, bem como as relações com empresas coligadas e subsidiárias.

Há ainda dois outros tipos de informações, de natureza não estritamente financeira, que também devem ser apresentados no prospecto. Primeiro, é importante que o investidor tenha informações sobre os principais acionistas da empresa, por dois motivos básicos:

- a) trata-se tipicamente de informação essencial para efeitos de opção de investimento, uma vez que este pode ser fortemente condicionado pelo conhecimento de quem é a pessoa ou grupo que controla a empresa emissora; e
- b) pode ser indispensável para efeitos de responsabilização dos acionistas controladores da empresa, por qualquer dos motivos previstos no art. 117º da Lei das S.A. Com efeito, ainda que se reconheça a dificuldade, em muitos casos concretos, de identificar-se o acionista controlador, tal identificação deve ser facilitada pela CVM ao máximo, obrigando as Companhias a prestarem tal informação no prospecto. Caso contrário, os deveres dos acionistas controladores, contemplados na Lei das S.A., poderão estar fadados à ineficácia.

Em segundo lugar, é necessário que o prospecto contenha informações sobre as relações da empresa emissora com o líder da emissão e membros do consórcio de *underwriting* e mesmo com as demais instituições financeiras que façam parte do mesmo conglomerado (se for o caso), em termos de empréstimos e investimentos existentes. Com efeito, a prevenção dos conflitos de interesse é um dos objetivos básicos da regulação do mercado de capitais. Ela pode ser efetuada de forma direta, mediante proibições a determinadas instituições de se engajarem em determinados negócios, ou de forma indireta, mediante a revelação ao público da possível ocorrência de conflitos de interesse em certas situações concretas. A obrigação do *disclosure* de tais informações no prospecto claramente caracterizaria uma forma indireta de prevenção de conflitos de interesse, permitindo ao público analisar as emissões públicas em bases mais realistas.

Seria também conveniente que o prospecto informasse sobre reclamações trabalhistas ou execuções fiscais contra a empresa que envolvessem quantias de elevado vulto.

10. O critério para dispensa de prospecto, estabelecido no art. 21º não parece o mais correto. As ações distribuídas no mercado podem constituir volume pouco significativo em relação ao montante da emissão, mas mesmo assim bastante significativo para o mercado. Julgamos que o melhor seria o estabelecimento de dois critérios: 1. que o valor da emissão não ultrapassasse determinado montante; 2. que o valor da emissão não fosse superior a um determinado percentual do patrimônio líquido da empresa.

11. O art. 22º, ao regular o material publicitário, refere-se apenas a "texto publicitário". Acreditamos que deveria referir-se a qualquer espécie de publicidade.

12. Os arts. 30º, 31º e 32º são de fundamental importância, conforme destacamos anteriormente, por constituírem tentativa válida de abrir ao público um mercado de acesso ainda fortemente privilegiado. Seria importante que obrigatoriamente constassem no material de registro, no prospecto e nos materiais publicitários informações sobre o procedimento a ser adotado na distribuição.

Sugeriríamos adicionalmente dois outros tipos de procedimentos, além daqueles mencionados no art. 30º:

* A Instrução também poderia especificar prazos de colocação, por tipo de *underwriting*. Alguns estudos empíricos realizados no IBMEC, em pesquisa sobre o Mercado Primário, revelaram diferenças bastante significativas quanto aos prazos médios de distribuição, tendo em vista o tipo de *underwriting* e a instituição financeira líder.

1. o leilão por oferta lacrada, hipótese em que os subscritores potenciais entregariam a uma corretora suas ofertas de compra de dadas quantidades de ações a preços especificados. O preço final da emissão seria aquele que equilibrasse as diferentes ofertas de compra a partir dos preços mais elevados com a quantidade de ações objeto da emissão. Poderia também ser estabelecido no próprio contrato de *underwriting* um preço mínimo, pelo qual o *underwriter* se responsabilizaria pelas vendas. Tal procedimento poderia permitir para as empresas emissoras a obtenção de recursos mais expressivos nas suas emissões públicas, encorajando a abertura de capital; e

2. o leilão em Bolsa de Valores.

Na medida em que a construção, no longo prazo, de um mercado saudável requer a criação de uma legião de investidores, sendo necessário combater privilégios no mercado, sugerimos que os incentivos fiscais para subscrições sejam diferenciados, favorecendo as ofertas públicas com garantia de acesso a todos os investidores, ou nas formas acima sugeridas, via leilão lacrado ou leilão em Bolsa de Valores. Também os recursos do Programa PROCAP, devèriam ser preferencialmente alocados no financiamento de subscrições com garantia de acesso a todos os investidores.

13. Sugerimos que também seja considerada "infração grave" (art. 33º) a distribuição que se estiver processando em condições diversas das constantes no prospecto ou materiais publicitários.

Resenha

CASTRO, Helio Oliveira Portocarrero de, coord.
Introdução ao mercado de capitais. Rio de Janeiro,
IBMEC, 1979. 189 p.

Paulo Sergio Wrobel*

Publicada com objetivo eminentemente didático, a coletânea de textos "Introdução ao Mercado de Capitais", coordenada por Helio O. Portocarrero de Castro e redigida pela equipe técnica do IBMEC, reúne uma série de textos que visam introduzir o leitor no universo de conhecimentos teóricos e de funcionamento do mercado de capitais no Brasil.

A obra consta de quatro textos com uma abordagem diretamente teórica e de outros quatro com uma abordagem descritiva dos principais mecanismos e instituições do mercado.

O primeiro texto, "Poupança, Investimento e Intermediação Financeira: Conceitos Básicos", tem como objetivo mostrar os principais conceitos que a literatura econômica tradicional aplica para definir o lugar do financeiro numa economia de mercado. São apresentadas as categorias básicas de poupança e investimento, bem como as principais alternativas, a partir das quais os agentes econômicos deficitários podem obter recursos necessários para seus financiamentos. A seguir, discutem-se os conceitos-chave de ativo financeiro e de instituições financeiras. Embora o propósito desse primeiro texto seja introduzir certos conceitos, algumas questões não podem passar despercebidas ao leitor atento. O uso que a literatura econômica faz das noções de poupança e investimento, transformando-as em *deus ex-machina* de uma economia de mercado, não discrimina os poderes dos agentes econômicos. À medida que se apresenta uma rígida separação entre lado financeiro e lado real da economia, perde-se de vista o mecanismo fundamental da acumulação de capital, mecanismo este que, longe de repre-

sentar uma separação dicotômica de lados da economia, engloba ambos num mesmo e único processo.

O segundo texto, "Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico", visa relacionar o mercado de capitais ao conceito que a literatura econômica apresenta do desenvolvimento econômico, entendido como um processo complexo de mudanças em fatores culturais, sociais, econômicos, institucionais e políticos.

Busca-se mostrar o papel que a intermediação financeira desempenha no processo de desenvolvimento e, mais ainda, como o sistema financeiro pode exercer influência sobre este processo. Analisando a noção de eficiência do sistema financeiro, o autor procura não só mostrar como se relaciona o desenvolvimento econômico, apoiando-se na literatura disponível sobre o tema, como também buscar nas experiências de outros países, que já contam com instituições mais complexas, um possível caminho a seguir e exemplos de políticas a adotar.

É importante notar que o conceito de desenvolvimento econômico utilizado pelo autor, embora bastante rico enquanto um processo que envolve fatores extra-econômicos, não aborda algumas questões relevantes. Considerar o desenvolvimento econômico um fim que a sociedade como um todo busca, e introduzir a intermediação financeira de uma forma mecânica neste processo, significa não levar em conta que a existência de formas complexas, provenientes da busca do capital para se valorizar, não coincide necessariamente com o objetivo de melhorar o padrão de vida da sociedade como um todo.

* O autor é Assistente de Pesquisa do Departamento de Estudos e Pesquisas do IBMEC.

R. Bras. Merc. Cap.	Rio de Janeiro	v. 6, n. 16, pp. 103-104	jan./abr. 1980
---------------------	----------------	--------------------------	----------------

O terceiro texto, "Mercado de Capitais no Brasil — A Evolução Recente", que merece uma leitura mais atenta pela riqueza de informações que contém, procura resumir a evolução recente do mercado de capitais no Brasil. Este texto desenvolve um rápido panorama do período pós-guerra com suas principais restrições, tais como: a Lei da Usura, que limitava os juros cobrados sobre empréstimos ao máximo de 12% a.a., amplamente superada pela inflação; e o papel inexpressivo desempenhado pelas instituições de crédito não-bancárias que constituíam o sistema financeiro. Mostra-se a seguir, a partir do estabelecimento das duas principais Leis (Lei da Reforma Bancária, n.º 4.595 de dezembro de 1964, e Lei de Mercado de Capitais, n.º 4.728 de 1965), de que forma foi atingida a modernização requerida pelo estágio em que a economia de mercado se encontrava. Ao criar-se um conjunto de novas instituições financeiras, modificando-se a atuação e a composição das Autoridades Monetárias e tornando-se atrativa a remuneração do capital empregado, conseguiu-se uma profunda modificação no mercado de capitais brasileiro. O autor tece algumas considerações sobre os seguintes itens: a evolução do mercado acionário; o problema que o excesso de fragmentação do mercado pode causar; o papel da poupança compulsória no financiamento da economia; a sofisticação da política monetária via operações de mercado aberto; e a formação de grupos financeiros. Deixa-se entrever, pela perspectiva adotada, que, paralelamente à modernização obtida, uma série de distorções decorrentes da pouca maturidade do mercado exige e continuará exigindo uma atuação mais firme de controle pelas autoridades públicas.

O quarto texto, "Estrutura do Sistema Financeiro Nacional", aborda, de um ângulo institucional, as principais instituições criadas pelas reformas introduzidas pelas leis supracitadas. De maneira simplificada, as funções das Autoridades Monetárias, as instituições tanto públicas quanto privadas, que provêem crédito de curto, médio e longo prazos, bem como as Bolsas de Valores e instituições afins são delineadas neste texto.

Torna-se importante observar, juntamente com o autor, que não podemos nos iludir com uma certa aparência de perfeito funcionamento de instituições perfeitamente especializadas, pois as modernizações recentes do mercado trouxeram no seu bojo um grande processo de concentração das instituições, gerando verdadeiros supergrupos, responsáveis pelo controle e operação de grandes massas de recursos.

Os três textos seguintes — "Características Básicas do Investimento em Títulos", "Características Institucionais e Legais dos Títulos Financeiros" e "O Mercado de Ações no Brasil" — se concentram na análise teórica e institucional dos títulos financeiros. Teoricamente, com base na literatura corrente sobre o assunto, apresentam-se as três principais características básicas que o investidor em títulos deve levar

em consideração, quais sejam, de retorno sobre suas aplicações, de risco e de liquidez.

Posteriormente, analisam-se os principais títulos financeiros encontrados no mercado brasileiro — ORTN, LTN, Letras de Câmbio, Certificados de Depósitos e Recibo de Depósito a Prazo Fixo, Cadernetas de Poupança, Letras Imobiliárias, Ações e Debêntures.

Concentrando-se no mercado acionário, define-se o que vem a ser mercado primário e mercado secundário e as principais características de funcionamento das bolsas de valores. Encontram-se em anexo as características legais dos ativos financeiros, bem como um estudo sobre os resultados de uma pesquisa de opinião sobre o investidor individual no mercado de ações, realizada no Rio de Janeiro e em São Paulo.

Finalmente, estudam-se no oitavo texto, "Técnicas Correntes de Análise e Avaliação de Títulos e Seleção de Carteira", a análise gráfica e a análise fundamentalista, onde o interessado poderá se colocar a par das principais técnicas que procuram medir as tendências do processo de formação dos preços das ações. Ainda em anexo encontra-se o desenvolvimento da técnica grafista, que se propõe a inferir informações sobre os preços futuros das ações.

Seria oportuno agora tecer algumas considerações sobre a obra, à guisa de conclusão. Em primeiro lugar, sob o ponto de vista didático, o de aprender com o livro, sente-se necessidade de uma introdução que explique a seqüência lógica dos textos. Embora querendo dar conta dos diversos ângulos da questão, não se percebe uma interligação entre um texto e outro, pecando talvez por excesso de informação não estruturada convenientemente.

Em segundo lugar, referindo-se aos textos que tratam dos aspectos institucionais e legais, deve-se atentar para a natureza conjuntural que envolve a existência das instituições. Como o funcionamento e o controle destas são regidos pelo poder do Estado, as modificações estão sempre dentro do horizonte do provável, e os textos assumem uma certa concepção estática de um assunto dinâmico — problema, a bem da verdade, de qualquer livro didático.

Por fim, seria importante assinalar um ponto que é apenas levemente esboçado nos textos. Trata-se do processo de concentração das instituições financeiras, ocorrido na última década, que contradiz alguns postulados normalmente aceitos nas teorias tradicionais sobre eficiência e organização da intermediação financeira.

Feitas estas considerações, a obra deve ser lida com muito interesse não só pelos que profissionalmente estão ligados ao mercado, mas também por aqueles que buscam conhecer um pouco mais o estado real do mercado de capitais brasileiro.

Resenha

EIZIRIK, Nelson Laks & BASTOS, Aurélio Wander.
*O poder judiciário e a jurisprudência sobre sociedades
anônimas e instituições financeiras.* Rio de Janeiro,
IBMEC, 1980. 352 p.

Ariadna Bohomoletz Gaal*

Embora se fale com insistência na atividade reguladora de um mercado de capitais como condição indispensável ao seu desenvolvimento, poucos foram os estudos até hoje elaborados, dentro da realidade brasileira, sobre a significação jurídica das normas reguladoras ou os aspectos legais envolvendo a sua aplicação.

Dando seqüência a uma série de pesquisas sobre o assunto, vem o IBMEC editar extenso trabalho focalizando a legislação pertinente a Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras e sua aplicação no campo econômico-financeiro. Partindo da sistematização e análise das linhas decisórias de cerca de 500 acórdãos prolatados pelo Supremo Tribunal Federal, Tribunal Federal de Recursos e Tribunais de Justiça e Alçada de São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Rio Grande do Sul, no período de 1966 a 1978, chegam seus autores a importantes conclusões sobre a atuação do Poder Judiciário na solução dos conflitos envolvendo Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras.

Na realidade, constitui a pesquisa *O Poder Judiciário e a Jurisprudência sobre Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras*, coordenada pelos Professores Nelson Laks Eizirik e Aurélio Wander Bastos, uma análise crítica do "esvaziamento" do Poder Judiciário frente aos fenômenos econômicos, o que pode ser explicado, de acordo com seus autores, por dois fatores principais. De um lado, a deficiente técnica legislativa verificada na elaboração das normas que regulam o sistema financeiro, as quais consideradas

questões eminentemente técnicas são promulgadas por órgãos vinculados ao Poder Executivo, sem maiores interferências do Legislativo e do Judiciário, em suas respectivas áreas de competência. De outro, a postura pouco crítica de alguns magistrados que, atribuindo a criação do Direito exclusivamente à lei ou à doutrina, não levam em conta que, como afirmava Benjamin Cardozo, "a adaptação da regra ou princípio às combinações variáveis de acontecimentos exige a ação criadora do juiz" (in "A Natureza do Processo e a Evolução do Direito", pg. 248, Coleção *Ajuris/9*, Porto Alegre, 1978).

Dividida em duas partes principais, apresenta a pesquisa, em primeiro plano, um estudo de caráter metodológico sobre a atividade dos tribunais no julgamento de conflitos implicando problemas de ordem econômico-financeira, assim como as suas principais linhas decisórias, comparando-as com algumas inovações importantes contidas na nova lei das S.A. A segunda parte dedica-se à sistematização dos acórdãos selecionados sob a forma de "extratos" — ou seja, a reprodução fiel mas sucinta das linhas decisórias — de modo a permitir sua fácil consulta.

Abrindo novas perspectivas para os estudos sobre a Política do Direito, a pesquisa demonstra, tanto dogmaticamente, quanto no campo prático, que a eficácia da nova lei das S.A. só será plena na medida em que atue a jurisprudência como um elemento crítico da sociedade, agindo os juízes como mediadores efetivos entre a lei e a consciência jurídica de seu tempo.

* Ariadna Bohomoletz Gaal é Assistente de Pesquisa na área de Direito Econômico do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais — IBMEC.

Lançamento IBMEC

**O PODER
JUDICIÁRIO E
A JURISPRUDÊNCIA
SOBRE
SOCIEDADES ANÔNIMAS E
INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS**

AUTORES

Nelson Laks Eizirik
Aurélio Wander Bastos

FORMATO: 16cm x 23cm
252 PÁGINAS

SAC-IBMEC

Envie cheque nominativo no
Valor de Cr\$ 450,00 ao
IBMEC - Instituto Brasileiro
de Mercado de Capitais.

RIO DE JANEIRO: Av. Beira Mar, s/nº (Anexo ao MAM) - CEP 20021 Caixas Postais nºs 6047 e 6062
- CEP 20145 - Tels.: 240-9984 ou 220-5822 Ramal 72

SÃO PAULO: Rua Álvares Penteado, 151 (Edifício da Bolsa de Valores) sobreloja - CEP 01012 -
Tel.: 258-7222 Ramal 250

Legislação e Extratos de Jurisprudência

Liane Maia Simoni

Ariadna Bohomoletz Gaal

Maria Cristina Vieira de Souza

A parte referente à Legislação consiste no levantamento das leis promulgadas sobre mercado de capitais no período de 3 de dezembro de 1979 a 23 de abril de 1980, sendo apresentadas em ordem cronológica.

Os Extratos de Jurisprudência sobre legislação de Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras foram selecionados da Seção de Acórdãos do Ementário do Supremo Tribunal Federal e do Tribunal Federal de Recursos, no período de 1.º de novembro de 1979 a 29 de fevereiro de 1980, sendo seus assuntos apresentados em ordem alfabética.

LEGISLAÇÃO*

Parecer de Orientação n.º 5 – CVM – 03/12/79

– Dispõe sobre hipótese de diversidade de preços de emissão em função dos diferentes tipos (espécie, classes ou formas), em caso de aumento de capital, das ações a serem emitidas por companhia aberta.

– Interpreta o § 1.º, do art. 170, da Lei 6.404, de 15/12/76.

Resolução n.º 591 – BACEN – 07/12/79

– Altera o item III da Resolução 388 do próprio Banco Central, referindo-se às taxas aplicadas pelos estabelecimentos bancários em financiamento de capital de giro às pequenas e médias empresas industriais, comerciais e de prestação de serviços.

Circular n.º 479 – BACEN – 07/12/79

– Altera o item IV da Circular 266 do próprio Banco Central, dispondo sobre o benefício pecuniário referente ao

imposto incidente sobre juros, comissões e despesas decorrentes de financiamento de empréstimos externos.

Portaria n.º 1.004 – MF – 21/12/79

– Fixa os percentuais para o exercício de 1980 a que estão sujeitos os repasses de recursos para diversos Fundos de Investimentos e Programas Especiais.

Decreto n.º 84.342 – 26/12/79

– Regula as aplicações dos Fundos de Investimentos tratadas pelo Decreto-Lei n.º 1.376, de 12/12/74, estendendo tais aplicações, excepcionalmente, à aquisição de debêntures de emissão de pessoas jurídicas – titulares de projetos aprovados pela SUDENE e SUDAM.

Portaria n.º 1.014 – MF – 27/12/79

– Dispõe que, para a determinação do lucro real, as instituições financeiras autorizadas a operar como agentes repassadores de empréstimos externos a pessoas jurídicas domiciliadas no País, com cláusula de paridade cambial, poderão, exclusivamente nas operações de repasses, compu-

* Esta parte foi organizada por Liane Maia Simoni, Pesquisadora do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC.

tar a totalidade das variações cambiais passivas, desde que o seu valor não ultrapasse o das variações cambiais ativas, igualmente computado.

Ato Declaratório Normativo nº 34 – CST – 28/12/79

– Estabelece normas referentes à incidência do Imposto de Renda na fonte sobre o resultado positivo decorrente de aumento do valor do investimento em sociedades coligadas e controladas, aplicáveis a filiais domiciliadas no exterior.

Circular nº 491 – BACEN – 02/01/80

– Fixa a aplicação dos percentuais sobre rendimento nominal total dos títulos de crédito emitidos a partir desta data – letras de câmbio e debêntures em geral – e depósitos a prazo fixo, com ou sem emissão de certificados, com correção monetária prefixada.

Deliberação nº 8 – CVM – 08/01/80

– Estabelece normas para a elaboração e apresentação das demonstrações financeiras das companhias abertas, em razão da variação cambial especial.

– Dispõe sobre a definição da variação cambial especial, bem como sua destinação, Imposto de Renda e divulgação de informações.

Instrução nº 10 – CVM – 14/02/80

– Dispõe sobre a aquisição, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão, para cancelamento ou permanência em tesouraria, e respectiva alienação.

Decreto-Lei nº 1.782 – 16/04/80

– Institui o empréstimo compulsório para absorção temporária de poder aquisitivo.

– Refere-se à pessoa física que tenha obtido, a título de ingressos isentos não-tributáveis ou tributados exclusivamente na fonte, no exercício de 1980, ano-base 1979, importância total superior a Cr\$ 4 milhões.

– Fixa o valor da incidência em 10% da quantia que exceder o limite acima referido.

– Dispõe sobre o recolhimento a ser efetuado em 10 parcelas mensais e sucessivas, vencendo a primeira em julho de 1980 e a última em abril de 1981.

– Estabelece o prazo de dois anos para sua restituição, acrescido de juros de 6% ao ano, sem correção monetária.

– Dispõe que a não realização de qualquer parcela do empréstimo nos prazos fixados implicará automática inscrição em dívida ativa do total ou do remanescente, acrescido da multa de 100%.

Resolução nº 610 – BACEN – 18/04/80

– Estabelece aumentos nas alíquotas do Imposto sobre Operações Financeiras, conforme a tabela abaixo:

OPERAÇÃO	ALÍQUOTAS	BASE DE CÁLCULO
empréstimos, descontos de títulos e abertura de crédito	6,9% – negócio com prazo indeterminado e de prazo certo, a partir de 365 dias	valor da operação ou dos saldos devedores
	0,6% mensal – negócios com prazo inferior a 365 dias	
seguro de bens	4%	valor dos prêmios pagos
seguros de vida, acidentes pessoais e de trabalho	2%	valor dos prêmios pagos em cada mês
com títulos e valores mobiliários (a termo, futuro e assealhados), mediante financiamento	1% mensal, cobrado de uma só vez	valor da operação
câmbio (importação)	até 30/8/80 – 15% a partir de 1º/9/80 – 10%	valor da operação
cooperativas como tomadoras de crédito	NIHIL	–
negócios de cooperativas de crédito com seus associados	NIHIL	–
Administração direta ou autárquica, em qualquer nível, como tomadora de crédito ou seguradora	NIHIL	–
negócios de crédito imobiliário vinculados ao SFH, até duas mil-UPCs	NIHIL	–
seguros obrigatórios em que seja estipulante o BNH	NIHIL	–
crédito à exportação	NIHIL	–
resseguro, seguro e crédito à exportação e o de transporte internacional de mercadorias	NIHIL	–
crédito rural de comercialização, até o limite de 50 vezes o maior valor de referência, de custeio e de investimento	NIHIL	–
negócios das Caixas Econômicas com garantia de penhor civil e desconto em folha	NIHIL	–
negócios de crédito com financeiras, referentes a repasse de recursos em moeda estrangeira, no exterior;	NIHIL	–
e compra dessa moeda relativa a operações financeiras	NIHIL	–
outros negócios relativos à emissão, transmissão, pagamento e resgate de títulos e valores mobiliários	NIHIL	–
empréstimos a estudantes, na forma da regulamentação específica	NIHIL	–

Fonte: Gazeta Mercantil de 24/04/80.

Circular nº 523 – BACEN – 23/04/80

– Estabelece normas sobre a tributação das operações de crédito, seguro, câmbio e ainda as relativas a título

los e valores mobiliários, em complemento à Resolução nº 610, do próprio Banco Central, de 18/04/80.

EXTRATOS DE JURISPRUDÊNCIA*

Contrato de Câmbio

"(...) Falência e concordata.

Cabe pedido de restituição da importância adiantada por instituição financeira, por conta do contrato de câmbio (§ 3º, do art. 75 da Lei nº 4.728/65).

Recurso extraordinário conhecido e provido."

(RE 87.443-7/STF, 30/10/79, publicado no DJU de 30/11/79, nº 229, p. 8.984)

Crédito Tributário

"(...) Crédito tributário — Enquanto suspensa a sua exigibilidade, após o lançamento, em razão da apresentação, pelo contribuinte, de recurso administrativo, a suspensão do curso da prescrição durante esse prazo é admitida em favor da Fazenda, com o que, uma vez afastado o obstáculo para a constituição definitiva do seu crédito, cumpre-lhe adotar as providências para recebê-lo e, se não o faz, há de arcar com a consequência negativa da perda da ação, sendo irrelevante a data em que o devedor foi notificado do resultado do julgamento do recurso que manifestou.

Reforma de sentença para julgar-se prescrito o direito de a Fazenda Nacional, em 1976, cobrar débito que o Conselho de Contribuintes entendeu devido em 1970, determinando-se a devolução dos depósitos efetuados para a apresentação do recurso administrativo, com juros e correção monetária."

(AMS 82.597/TFR, 21/3/79, publicado no DJU de 12/12/79, nº 237, p. 9.380)

"(...) Crédito Tributário. Depósito para prevenir correção monetária. Efeitos. Se o depósito é feito apenas para prevenir os efeitos da correção monetária, não se lhe pode atribuir o efeito de liberação do contribuinte e de satisfação do fisco, pois há efetivo pagamento. Não cabe, desse modo, a dedução do valor depositado como despesa com tributos, na declaração de rendimentos."

(AC 30.959/TFR, 28/9/79, publicado no DJU de 21/11/79, nº 222, p. 8.702)

Depósito Bancário

"(...) Decreto-lei 9.159, de 10.4.46, art. 10, letra b, sua interpretação.

Depósito bancário a prazo fixo. Inexistência de caracteres formais de empréstimo para efeito da incidência fiscal.

Precedente: RE 41.422 — SP. (...)"

(RE 88.880/STF, 6/11/79, publicado no DJU de 30/11/79, nº 229, p. 8.985)

Estatutos de S/A

"(...) Sociedade Comercial — Adaptação de Estatutos à Nova Lei.

A Lei nº 6.404, de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, fixa o prazo de um ano para as companhias já em funcionamento adaptarem seus estatutos à nova legislação (art. 296), inexistindo qualquer referência ao Conselho Fiscal, que fica, também, subordinado à regra geral.

Preliminares de ilegitimidade passiva das impetradas repelida.

Sentença confirmada."

(REO 83.114/TFR, 23/4/79, publicado no DJU de 5/12/79, nº 232, p. 9.131)

Execução Fiscal

"(...) Execução Fiscal.

— Responsabilidade pessoal dos diretores de empresa, pela obrigação tributária, tal como se qualifica de "infração de lei" a dissolução irregular da sociedade, com desvio de seus bens — art. 116, § 7º, 121, § 1º, II e 122 do DL. 2.627/40 e art. 135, III, do CTN. Honorários. Compensação da sucumbência do embargante pelo acréscimo do DL. 1.025/69."

(AC 47.726/TFR, 5/10/79, publicado no DJU de 21/11/79, nº 222, p. 8.705)

Lei da Usura

"(...) Execução. Para efeitos da Lei da Usura, os juros do capital não se somam aos moratórios.

* Esta parte foi organizada pelas Assistentes de Pesquisa do Departamento de Estudos e Pesquisas do IBMEC, Ariádna Bohomoletz Gaal e Maria Cristina Vieira de Souza.

— Honorários. Excluída a verba honorária, pedida em cúmulo com a multa contratual, há sucumbência parcial da exequente, justificando-se honorários em favor dos embargantes, fixados em 10% (dez por cento)."

(AC 46.738/TFR, 10/10/79, publicado no DJU de 5/12/79, n.º 232, p. 9.125)

Lei da Usura

— Legalidade da Cobrança da Taxa de Serviço

"(...) Taxa de Serviço Cobrada pela Caixa Econômica Federal em Contratos de Mútuo.

Sendo a Caixa Econômica Federal integrante do Sistema Financeiro às limitações e à disciplina do Banco Central, inclusive quanto às taxas de juros e mais encargos autorizados. A taxa de serviço está incluída entre esses encargos. (...)"

(AC 48.591/STF, 18/6/79, publicado no DJU de 6/2/80, n.º 26, p. 438)

"(...) Taxa de Serviço cobrada pela Caixa Econômica Federal em contratos de mútuo.

Sendo a Caixa Econômica Federal integrante do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do art. 1.º, inciso V, da Lei n.º 4.595/64, está sujeita às limitações e à disciplina do Banco Central, inclusive quanto às taxas de juros e mais encargos autorizados. A taxa de serviço está incluída entre esses encargos. (...)"

(AC 39.218/STF, 18/6/79, publicado no DJU de 6/2/80, n.º 26, p. 429)

"(...) Administrativo — Taxa de serviço — Caixa Econômica Federal — Contrato de mútuo com garantia hipotecária — legitimidade.

1) — A taxa de serviço em contrato de mútuo com garantia hipotecária celebrado com a Caixa Econômica Federal tem legitimidade.

2) — Precedentes do TFR e do STF.

3) — Recurso provido para reformar a sentença e julgar improcedente a ação."

(AC 49.659/TFR, 24/8/79, publicado no DJU de 14/11/79, n.º 218, p. 8.537)

"(...) Administrativo — Taxa de Serviço — Caixa Econômica Federal — Contrato de Mútuo com Garantia Hipotecária — Legitimidade.

1) — A taxa de serviço em contrato de mútuo com garantia hipotecária celebrado com a Caixa Econômica Federal tem legitimidade.

2) — Precedentes do TFR e do STF.

3) — Recurso provido para reformar a sentença e julgar improcedente a ação."

(AC 44.693/TFR, 24/8/79, publicado no DJU de 14/11/79, n.º 218, p. 8.536)

"(...) 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 41.594/TFR, 3/9/79, publicado no DJU de 12/12/79, n.º 237, p. 9.361)

"(...) 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. 1.º da chamada lei de usura, D. 22.626/33. (...)"

(AC 44.981/TFR, 4/9/79, publicado no DJU de 12/12/79, n.º 237, p. 9.364)

"(...) Tributária.

Taxa de serviço. Caixa Econômica Federal. Contrato de mútuo com garantia hipotecária.

Legítima a cobrança, pela Caixa Econômica Federal, da taxa de serviço prevista em contrato de mútuo com garantia hipotecária.

Procedimento que se apóia na legislação do Sistema Financeiro Nacional (Lei n.º 4.595, de 1964 — art. 1.º, inciso V).

Precedentes judiciais."

(AC 33.951/TFR, 19/10/79, publicado no DJU de 5/12/79, n.º 232, p. 9.120)

"(...) Tributário. Taxa de Serviço. Caixa Econômica Federal. Contrato de mútuo com garantia hipotecária.

Legítima a cobrança, pela Caixa Econômica Federal, da taxa de serviço, prevista em contrato de mútuo com garantia hipotecária.

Procedimento que se apóia na legislação do Sistema Financeiro Nacional (Lei n.º 4.595, de 1964 art. 1.º, inciso V)

Precedentes judiciais."

(AC 38.409/TFR, 14/11/79, publicado no DJU de 12/12/79, n.º 237, p. 9.389)

"(...) Acórdão que ignora a Lei 4.595, de 31.12.1964, e a Súmula n.º 596, não pode subsistir quer pela letra a, quer pela letra d do permissivo constitucional. RE conhecido e provido."

(RE 91.853-1/STF, 11/12/79, publicado no DJU de 21/12/79, n.º 244, p. 9.669)

Liquidação Extrajudicial

"(...) Sociedade financeira em liquidação extrajudicial. Ação cominatória para obrigá-la a outorgar escritura pública de compra e venda de imóvel. Seu cabimento e procedência.

Se o Dec.-lei 9.228, de 3.5.48, ao prever, no art. 4.º, a proibição do ajuizamento de ações depois de decretada a liquidação extrajudicial dos bancos e casas bancárias, excluiu aquelas referentes à verificação e classificação de créditos, e se, no art. 5.º, estabeleceu ser a Lei de Falência subsidiária no caso, há de se entender que, fazendo aplicação do art. 24, inciso II, do Dec.-lei 7.661/45, é admissível a propositura de ação demandando a prestação de fato, sem prejuízo de sua cumulação com a de adjudicação compulsória, por isso que tal prestação não pode deixar de influir na verificação e classificação de créditos.

Tendo sido pago o preço total do bem a ser escriturado, que assim não mais integrava o ativo da empresa liquidanda, e constando do compromisso de compra e venda que o imóvel se achava livre e desembaraçado de qualquer ônus, não é possível que hipoteca, não inscrita no registro próprio e que, conseqüentemente, não vale contra terceiros, a teor do disposto no art. 848 do Código Civil, possa afastar o direito dos adquirentes, direito que, de resto, 'nem mesmo hipoteca regularmente inscrita poderia obscurecer, pois a lei não impede a alienação de bem hipotecado, desde que transferido o ônus real ao novo proprietário'.

Confirmação de sentença que determinou a outorga, pela ré, de escritura definitiva aos autores ou, se não cumprida a medida no prazo estabelecido, a expedição de carta de adjudicação do imóvel."

(AC 31.233/TFR, 23/5/79, publicado no DJU de 12/12/79, n.º 237, p. 9.355)

"(...) Ação executiva para a cobrança de cheque visado por banco em regime de liquidação extrajudicial — Carência de Ação. — 'Na insolvência do banco sacado que visou o che-

que permanece inalterada a responsabilidade do emitente em face do beneficiário'. — STF — RE n.º 57.717."

(AC 30.048/TFR, 24/10/79, publicado no DJU de 12/12/79, n.º 237, p. 9.355)

Registro de Comércio

"(...) Comercial. Registro do Comércio. Sociedade Anônima. Regime do registro do contrato de sua constituição, na vigência do Decreto-lei n.º 2.627, de 26-9-40. Entendimento do art. 53 desse Decreto-lei e amplitude do exame deferido ao Registro do Comércio. Acórdão baseado em mais de um fundamento suficiente e recurso que não abrange todos eles. Não conhecimento do recurso (Súmula 283)."

(RE 75.072/STF, 19/10/79, publicado no DJU de 9/11/79, n.º 215, p. 8.401)

Sistema Financeiro de Habitação

"(...) Administrativo. Habitação, Mútuo. Juros. Taxa de Serviço. Limitação. Lei n.º 4.380, de 1.964, art. 6.º; Decreto n.º 63.182/68, art. 2.º.

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. 6.º). Facultada a cobrança de taxas de serviço, até o limite de 2% (dois por cento) ao ano, na forma do artigo 2.º, letra d, do Decreto n.º 63.182/68.

II. Inaplicabilidade da Súmula n.º 596 do Egrégio STF.

III. Recurso provido, em parte."

(AC 37.862/TFR, 18/4/79, publicado no DJU de 12/12/79, n.º 237, p. 9.358)

"(...) Administrativo — Habitação — Instituição Financeira — Contrato de Mútuo — Lei 4.595/64; Decreto n.º 22.626/33 — Súmula 596, do STF.

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 63.182/68, art. 2.º, "e"). Aplicabilidade da Súmula n.º 596, do Egrégio STF.

II. — Recurso provido."

(AC 45.927/TFR, 14/5/79, publicado no DJU de 12/12/79, n.º 237, p. 9.365)

"(...) Administrativo — Habitação — Mútuo — Juros — Taxa de Serviço: Limitação — Lei n.º 4.380, de 1.964, art. 6.º; Decreto n.º 63.182/68, art. 2.º.

I. — Mútuo realizado pela Caixa Econômica Federal, na qualidade de agente do Sistema Financeiro da Habitação. Limitação dos juros a 10% 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 do Decreto nº 63.182/68.

II. — Inaplicabilidade da Súmula nº 596 do Egrégio S.T.F.

III. — Recurso desprovido.”

(AC 41.420/TFR, 14/5/79, publicado no DJU de 12/12/79, nº 237, p. 9.361)

Tributos (Cobrança de)

“(…) Imposto de renda — Remessa de quantias para amortização de débito relativo a contrato de mútuo celebrado com agência de banco brasileiro sediada no exterior — De acordo com a interpretação dada ao art. 11 do Decreto-lei 401/68 pelo Egrégio Supremo Tribunal Federal (Súmula 586), considerando como fato gerador o simples envio de numerário, independentemente da nacionalidade da pessoa jurídica a que se destine, não há como afastar a incidência do tributo na hipótese. Sentença denegatória de segurança confirmada.”

(AMS 80.907/TFR, 2/4/79, publicado no DJU de 12/12/79, nº 237, p. 9.378)

Tributos (Incentivos Fiscais)

“(…) Tributário. Imposto de Renda e adicionais não restituíveis. Sob a forma de incentivo fiscal, a sua isenção se fez sentir, de maneira simples, quanto aos empreendimentos industriais e agrícolas que se instalassem na área da SUDENE, incluindo a retenção na fonte sobre as remessas necessárias ao pagamento da importação de equipamentos novos, fornecimento de projetos e prestação de serviços técnicos de montagem. Essa modalidade de favor fiscal teve apoio no art. 13, da Lei nº 4.239/63, alterado pelo art. 35, da Lei nº 5.508/68, e foi mantido pelo Decreto-lei nº 1.196/71 (art. 1º), dentro da quarta Etapa do Plano Diretor do Desenvolvimento Econômico e Social do Nordeste, posteriormente restringindo-se à isenção apenas do tributo incidente sobre os resultados operacionais da indústria, computados nas declarações anuais da empresa, ex vi do disposto no Decreto-lei nº 1.564/64, art. 1º. A espécie, enquanto vigente, não se poderia confundir, todavia, com a retenção do imposto de renda na fonte, exigida nas remessas comuns de valores para o exterior, em pagamento de serviços, regime que encontrou guarida na chamada ‘teoria da fonte’, inspirada no art. 45, parte final, do Código Tributário Nacional.”

(AMS 86.699/TFR, 21/9/79, publicado no DJU de 14/11/79, nº 218, p. 8.543)

“(…) Imposto de renda, incentivos fiscais a favor da EMBRATUR e da SUDEPE. Se as leis que criaram incentivos fiscais não previram a tolerância quanto ao prazo de pagamento, não é de aplicar-se de logo a lei comum, pois o incentivo não afasta o contribuinte do regime legal da obrigação tributária.”

(AC 31.692/TFR, 3/10/79, publicado no DJU de 12/12/79, nº 237, p. 9.355)

Tributos (Isenção de)

“(…) Tributário. Imposto de Renda. Remessa de numerário para pagamento de serviços prestados no exterior.

Descabe o desconto na fonte quando a remessa visa atender pagamento de serviços técnicos de engenharia prestados no exterior, por firma estrangeira que não opera no Brasil.

Precedentes do TFR e do STF.”

(AMS 77.699/TFR, 28/9/79, publicado no DJU de 5/12/79, nº 232, p. 9.129)

“(…) Imposto de Renda. Depósito em conta bancária de sócio. Compete ao fisco provar que os depósitos bancários em conta particular do sócio de pessoa jurídica constituem distribuição disfarçada de lucros.

Não feita essa prova, e estando em ordem a escrita contábil da pessoa jurídica, descabe a imputação e, pois, o lançamento do imposto de renda suplementar.”

(AC 31.500/TFR, 3/10/79, publicado no DJU de 21/11/79, nº 222, p. 8.702)

“(…) Tributário. Imposto de Renda. Remessa de Numerário para pagamento de serviços prestados no exterior.

Descabe o desconto na fonte quando a remessa visa atender pagamento de serviços técnicos de engenharia prestados no exterior, por firma estrangeira que não opera no Brasil.

Precedentes do TFR e do STF.”

(AMS 76.091/TFR, 24/10/79, publicado no DJU de 12/12/79, nº 237, p. 9.393)

“(…) Tributário. Imposto de renda. Remessa de numerário para o exterior.

Segundo assentou a Jurisprudência, o imposto de renda só é devido quando o serviço, embora prestado por empresa sediada no exterior, se realiza, parcial ou totalmente, no território nacional.”

(AC 53.673/TFR, 14/11/79, publicado no DJU de 12/12/79, nº 237, p. 9.371)

"(...) Tributário. Imposto de Renda. Remessa de numerário para pagamento de serviços prestados no exterior.

Descabe o desconto na fonte quando a remessa visa atender pagamento de serviços técnicos de engenharia prestados no exterior, por firma estrangeira que não opera no Brasil.

Precedentes do TFR e do STF."

(AgMS 77.307/STF, 16/11/79, publicado no DJU de 6/2/80, n.º 26, p. 446)

"(...) Tributário. Imposto de Renda. Remessa de numerário para pagamento de serviços prestados no exterior.

Descabe o desconto na fonte quando a remessa visa atender pagamento de serviços técnicos de engenharia prestados, no exterior, por firma estrangeira que não opera no Brasil.

Precedentes do TFR e do STF."

(AMS 80.303/TFR, 20/11/79, publicado no DJU de 11/2/80, n.º 29, p. 570)

"(...) Tributário. Imposto de Renda. Remessa de Numerário para pagamento de serviços Prestados no Exterior.

Descabe o desconto na fonte quando a remessa visa atender pagamento de serviços técnicos de engenharia prestados no exterior, por firma estrangeira que não opera no Brasil.

Precedentes do TFR e do STF."

(AMS 74.034/TFR, 21/11/79, publicado no DJU de 11/2/80, n.º 29, p. 569)

Tributos (Remessa de Juros para o Exterior)

"(...) Tributário. Imposto de Renda. Remessa de Juros para o exterior. Contrato de Mútuo.

As remessas efetuadas na vigência do Decreto-lei n.º 401, de 1968, estão sujeitas à incidência tributária, consoante farta jurisprudência a respeito.

Tratando-se, porém, de remessa sob a responsabilidade de entidade que goza do favor constitucional da imunidade recíproca, a incidência não cabe."

(AMS 72.000/STF, 14/11/79, publicado no DJU de 6/2/80, n.º 26, p. 446)

"(...) Imposto de Renda. Remessa de Juros para o exterior.

Tratando-se de contrato de mútuo firmado na vigência do Decreto-lei n.º 401, de 1968, com previsão de pagamento a prazo, a incidência se impõe.

Precedentes judiciais."

(AMS 75.737/TFR, 20/11/79, publicado no DJU de 22/2/80, n.º 36, p. 815)

"(...) Tributário. Imposto de Renda. Remessa de juros para o exterior.

Contrato de financiamento celebrado no exterior para compra de bens, em data anterior ao Decreto-lei n.º 401/68, não enseja a incidência do imposto de renda sobre as remessas de juros efetuadas, igualmente, antes do advento daquele diploma."

(AC 30.845/TFR, 17/12/79, publicado no DJU de 22/2/80, n.º 36, p. 808)

Valores Mobiliários

"(...) Corretagem e administração de valores mobiliários. Depósito de letras de câmbio.

– Interpretação de cláusula contratual (súmula 454) e não qualificação jurídica de fatos certos.

– Depósito de coisa geralmente fungível nem sempre caracteriza depósito irregular.

– Inexistência, no caso, de violação dos artigos 1.265 e 1.280 do Código Civil.

– Dissídio de jurisprudência não comprovado.

Recurso extraordinário não conhecido."

(RE 87.442-9/STF, 21/9/79, publicado no DJU de 23/11/79, n.º 224, p. 8.777)

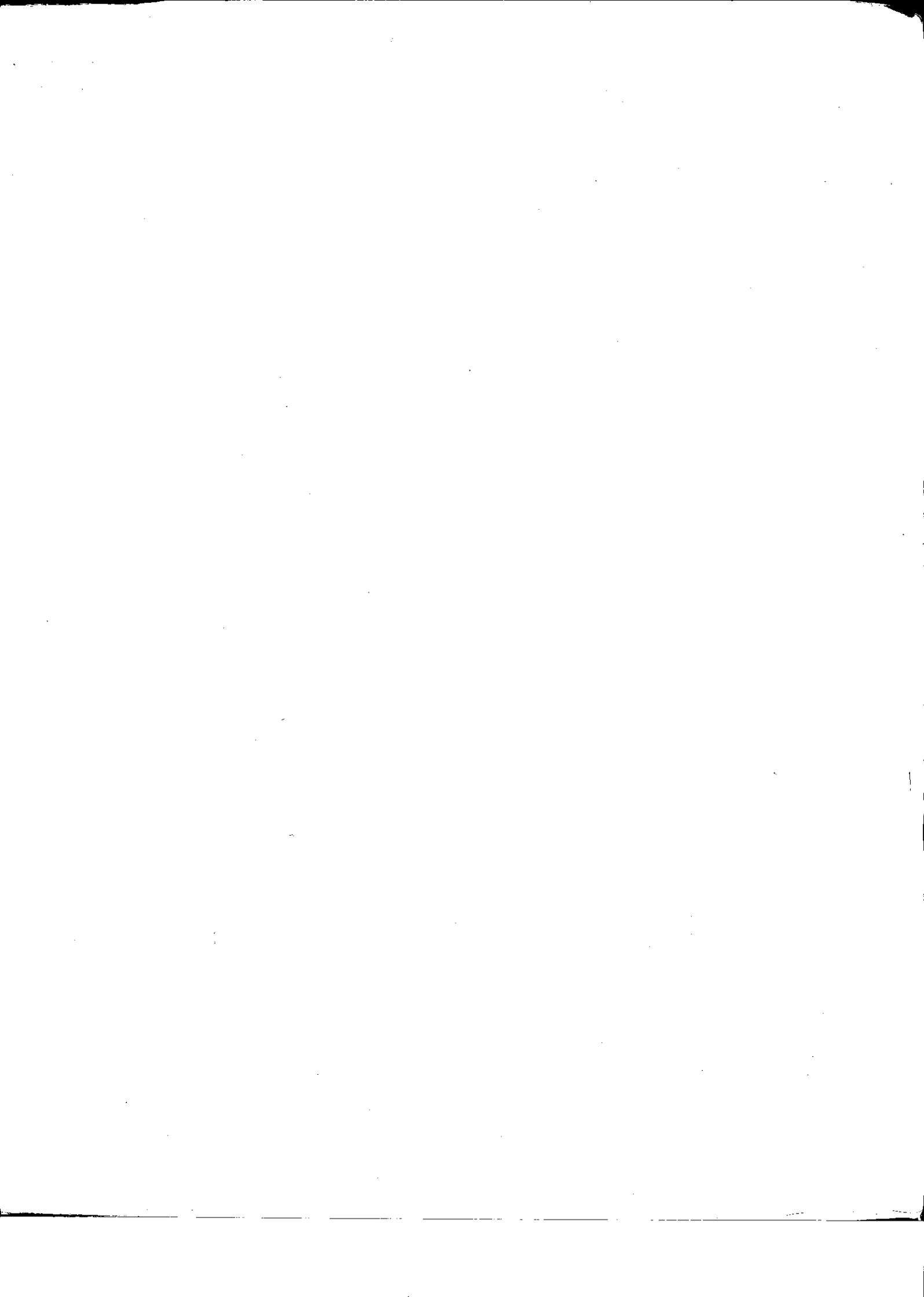
N.Cham. 332.678 1 P

Autor

Título Revista brasileira de mercado de capitais



v.6, n.16, jan. 1980 PUC-Rio - PUCB 00205316



O DDM aproxima o empresário dos bons negócios.

Todo bom empresário é por natureza bem informado. E este é exatamente o seu maior desafio.

Ele tem que continuar cada vez mais bem informado. Dia a dia, hora a hora, minuto a minuto.

A eficiência no mundo dos negócios depende cada vez mais da quantidade e da qualidade das informações que o empresário procura, inclusive sobre o mercado de capitais.

E aí é que entra o DDM - Discagem Direta ao Mercado.

O DDM é um sistema privado de telefone que a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro está oferecendo para os principais empresários brasileiros.

Um telefone exclusivo, com linhas permanentes para todas as corretoras do Rio de Janeiro.

E só discar o ramal da corretora escolhida para ter imediatamente as informações desejadas.

E informações que não são apenas do Rio de Janeiro. Mas também de Brasília, São Paulo, Belo Horizonte, Curitiba, Porto Alegre e Salvador.

Porque as corretoras do Rio estão ligadas pelo DDM a todas estas capitais. E recebem, centralizam e distribuem as informações de todas elas.

Resultado: seja qual for a capital em que você esteja, você vai correr num instante todo esse mercado sem sair da sua mesa de trabalho.

Você vai conhecer imediatamente as melhores taxas de aplicação, taxas de câmbio, taxas de descontos, cotação de ações, taxas de captação, custo do crédito, aplicação em renda fixa.

Você vai poder checar dados, aferir as condições de mercado e tornar a sua ação financeira mais eficaz e adequada a cada momento.

Tudo isso ali, na hora, na ponta dos seus dedos.

Não haverá distância nenhuma entre você e a informação.

Porque com o DDM você tem transparência ampla e total para consultar a sua corretora e saber tudo o que está acontecendo.

E tudo isso sem despesa de espécie alguma.

Aliás, muito pelo contrário.

A idéia do DDM é simplesmente dar mais lucros para você.



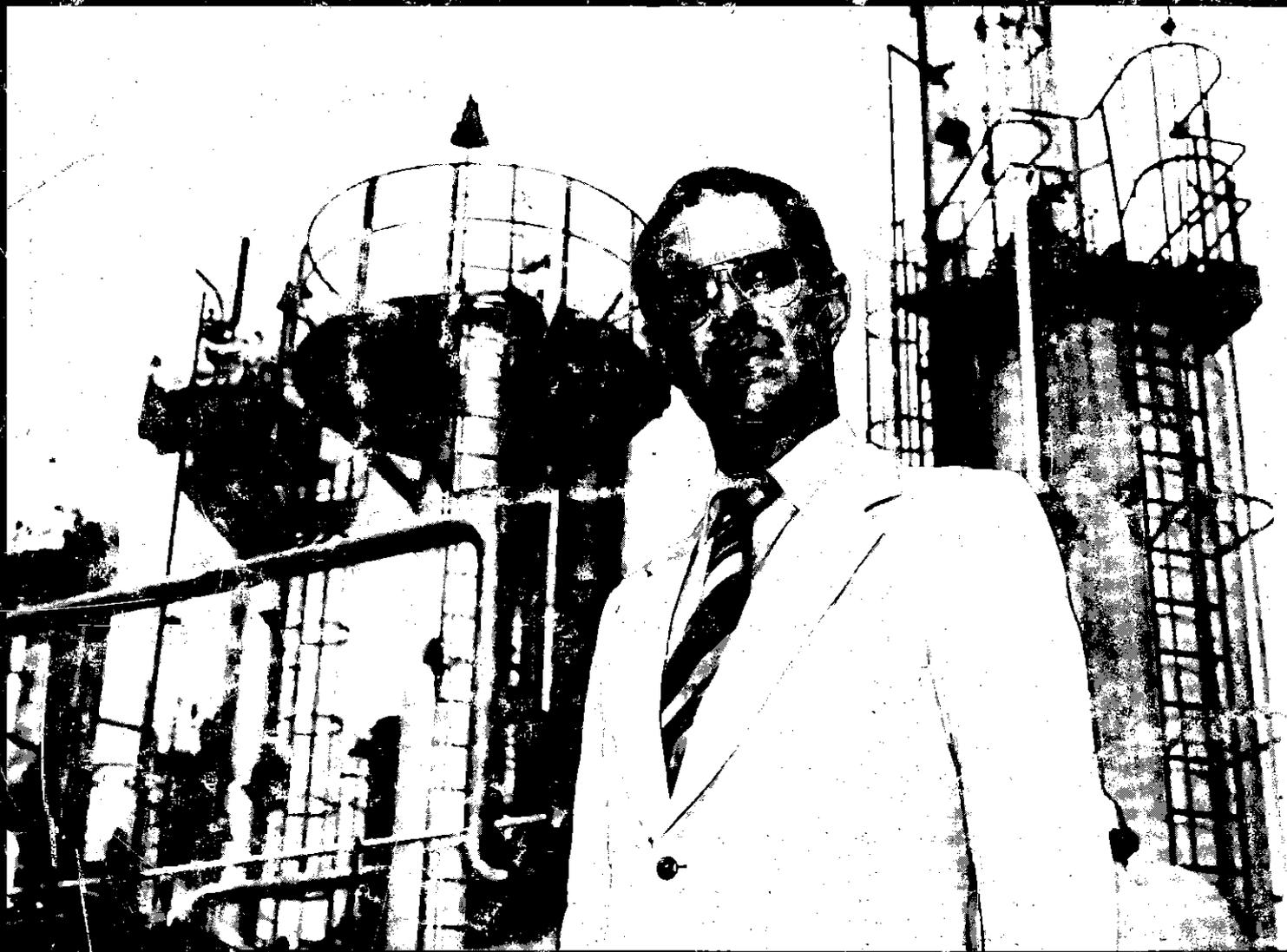
MMEC



Bolsa de Valores do Rio de Janeiro

O senhor não acha?

Para oferecer perfeitos Seguros Industriais,
uma seguradora deve entender mais
do que de seguros...



Ela deve entender também de problemas industriais.
E partilhar a mentalidade dos dirigentes de indústria.

A Internacional de Seguros não é apenas uma das
maiores e mais sofisticadas Companhias de Seguros, mas
também um diversificado conglomerado, com investimentos
em petroquímica, engenharia e indústria de mineração.

Fale conosco sobre os seguros de sua indústria. Nós o
entendemos melhor - por isso podemos servi-lo melhor.

Internacional de Seguros

