P 332 678 1

Revista Brasileira de Mercado de Capitais

Rbmec

Vol. 6 – nº 18 – Set./Dez. 1980

A Controvérsia dos Conglomerados Financeiros: O Caso Brasileiro ..... *Ailton Coentro Filho*

Evolução Recente do Sistema Financeiro e a Questão dos Conglomerados ..... *Geraldo de Beauclair M. de Oliveira*

Os Imóveis como Forma de Investimento ..... *Pedro Carvalho de Mello*

A Influência do Mercado Futuro sobre o Comportamento do Mercado à Vista ..... *Walter Lee Ness, Jr.*
Miguel Dirceu Fonseca Tavares
José Paulo Teixeira

A Evolução Recente do Mercado de Capitais para Decisões Estratégicas e Regulatórias ..... *Ney O. Brito*
José C. Menezes

Os Valores Mobiliários Brasileiros e a Moderna Teoria Geral dos Títulos de Crédito ..... *Waldirio Bulgarelli*

Considerações sobre o Papel Comercial ("Commercial Paper") ..... *Theophilo de Azeredo Santos*

Uma Nota sobre o Mercado de Opções ..... *Luiz Carlos da Rocha Paes*

Breves Considerações sobre a Cédula de Crédito Industrial ..... *David A. de Souza*

Jurisprudência ..... *Nelson Laks Eizirik*
Ariádna Bohomoletz Gaal
Maria Cristina Vieira de Souza

Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas ..... *Walter Lee Ness, Jr.*
Luiz Carlos Ducas Baptista de Aguiar

UMA PUBLICAÇÃO IBMEC

O Auxiliar é um dos 10 maiores Bancos do país. Mas continua simples e humano.

O Auxiliar sabe que só se tornou um grande Banco graças aos seus Clientes.

Não esquece que foram eles que o tornaram um dos dez maiores Bancos particulares do país. Mas continua simples, amigo e humano como sempre.

Continua sendo aquele Banco que tem um atendimento personalizado.

Um atendimento que faz os clientes se sentirem como pessoas e não como frios e impessoais números de conta-corrente.

O Auxiliar cresceu e diversificou seus negócios, formando um conglomerado de oito empresas: o Sistema Financeiro Auxiliar.

Um grupo de empresas que tem a mesma filosofia, o mesmo dinamismo, a mesma vontade de prestar um atendimento fora do comum. Um grupo de empresas tão identificadas entre si que têm até a mesma identificação visual.

O Sistema Financeiro Auxiliar pretende manter-se ágil e eficiente para continuar crescendo e tornar seus clientes cada vez mais satisfeitos.

auxiliar

O Banco dos clientes satisfeitos.

SUMÁRIO

ARTIGOS

293 A CONTROVÉRSIA DOS CONGLOMERADOS FINANCEIROS: O CASO BRASILEIRO — Ailton Coentro Filho

305 EVOLUÇÃO RECENTE DO SISTEMA FINANCEIRO E A QUESTÃO DOS CONGLOMERADOS — Geraldo de Beauclair M. de Oliveira

317 OS IMÓVEIS COMO FORMA DE INVESTIMENTO — Pedro Carvalho de Mello

331 A INFLUÊNCIA DO MERCADO FUTURO SOBRE O COMPORTAMENTO DO MERCADO À VISTA — Walter Lee Ness, Jr., Miguel Dirceu Fonseca Tavares e José Paulo Teixeira

347 A EVOLUÇÃO RECENTE DO MERCADO DE CAPITAIS PARA DECISÕES ESTRATÉGICAS E REGULATÓRIAS — Ney O. Brito e José C. Menezes

365 OS VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIROS E A MODERNA TEORIA GERAL DOS TÍTULOS DE CRÉDITO — Waldirio Bulgarelli

NOTAS E COMENTÁRIOS

379 CONSIDERAÇÕES SOBRE O PAPEL COMERCIAL (*"COMMERCIAL PAPER"*) — Theophilo de Azeredo Santos

387 UMA NOTA SOBRE O MERCADO DE OPÇÕES — Luiz Carlos da Rocha Paes

397 BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE A CÉDULA DE CRÉDITO INDUSTRIAL — David A. de Souza

403 **JURISPRUDÊNCIA** — Nelson Laks Eizirik, Ariádna Bohomoletz Gaal e Maria Cristina Vieira de Souza

I **ANÁLISE CONJUNTURAL FINANCEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS** — Walter Lee Ness, Jr. e Luiz Carlos Ducas Baptista de Aguiar

NOTA DO EDITOR

Neste número, a Rbmec focaliza importantes temas ligados à estrutura do sistema financeiro nacional e às repercussões do desenvolvimento recente do mercado de ações, a partir da implantação das operações a futuro e do mercado de opções.

No que se refere à estrutura do sistema financeiro, esta edição apresenta duas abordagens ao problema dos conglomerados financeiros no Brasil, cada qual enfatizando questões específicas, muito embora os respectivos tratamentos se complementem. O mercado de ações é discutido também sob 3 enfoques que, por caminhos diferentes, procuram refletir sobre o recente desenvolvimento do mercado brasileiro.

A polêmica questão que envolve a introdução dos *commercial papers* no Brasil ganhou, nesta edição, importantes argumentos contrários à eventual implantação desses títulos no mercado de capitais brasileiro. Este número apresenta ainda uma discussão teórica em torno do investimento em imóveis e uma apreciação da moderna teoria geral dos títulos de crédito.

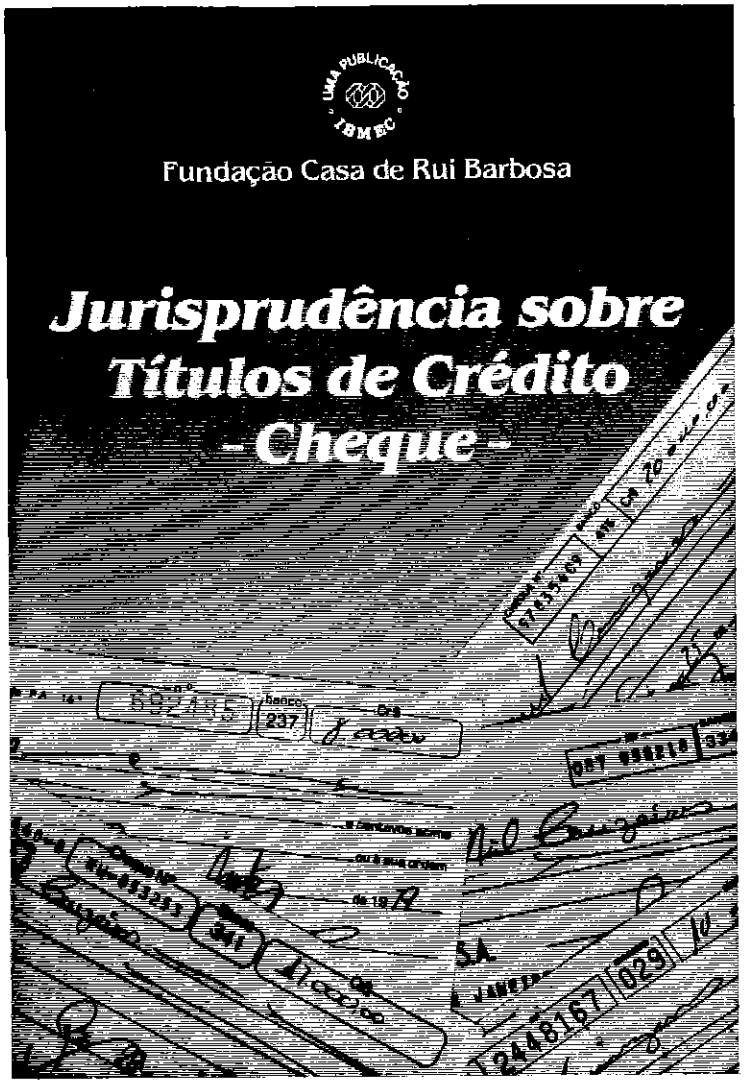
A partir desta edição deixamos de publicar a Seção de Legislação, permanecendo, contudo, a Seção de Jurisprudência, inovada no número anterior desta Revista. Como de costume, apresentamos o encarte Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas, que seleciona e comenta indicadores financeiros das companhias abertas, relativos a 1980.

IBMEC — ANO 10

Lançamento Editorial

Conheça a Jurisprudência sobre Cheque nos últimos 10 anos

Uma sistematização com metodologia original de toda Jurisprudência sobre cheque, do Supremo Tribunal Federal, do Tribunal Federal de Recursos e Tribunais de Justiça de Alçada do Rio de Janeiro, São Paulo, Minas Gerais e Rio Grande do Sul.



FORMATO: 16x23 cm - 372 pp. - Cr$ 660,00

Obtenha-o na livraria de sua preferência ou encaminhe o pedido ao:

IBMEC - Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais

RIO DE JANEIRO: Av. Beira Mar, s/n.º (Anexo ao MAM) - CEP. 20021 - Caixas Postais n.ºs 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.

105048

B C — PUC

DOAÇÃO

Rbmec Revista Brasileira de Mercado de Capitais

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

P 332.678 1

Volume 6
Número 18
Set/Dez. 1980

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 — Ailton Coentro Filho

Coordenador Editorial — Learte Saint-Clair

Secretária Executiva — Elizabeth Figlino

Supervisão de Comercialização — George Washington Meireles

Supervisão de Comunicação — Luiz Cesar Faro

Supervisão de Editoração — Lilia Zanetti Freire

Revisão de Originais — Elizabeth Figlino, Gratia Maria Dominguez e Rita de Cassia Godoy

Supervisão Tipográfica — Rosy de Freitas Lamas

Revisão Tipográfica — Lucilia Ramalho, Luiz Celso França, Maria Amelia Trabullo, Raquel Correa e Walter Ferreira

Supervisão de Arte e Criação — Francisco Pardelhas

Diagramação e Montagem — Sergio 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$ 400,00
Assinatura Anual — Cr$ 1.100,00 (porte simples)
Cr$ 1.200,00 (porte registrado)
Preços Válidos até 01/7/81

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.

NORMAS EDITORIAIS

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

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

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

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

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

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

Os autores nacionais de artigos publicados na Rbmec serão remunerados, recebendo gratuitamente 20 separatas dos mesmos.

0 1 8 0 2 1 1 2 0 8 8

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
Célio de Oliveira Borja
Celso da Rocha Miranda
Christiano Guimarães Fonseca
Fernando Luiz Nabuco de Abreu
Fernando Stamile Coutinho
Francisco Sanchez
Iran Siqueira Lima
Jorge Hilário Gouvêa Vieira
Luís Maria Tápias Auguet
Miguel Coelho Netto Pires Gonçalves
Paulo de Oliveira Reis
Sergio Augusto Ribeiro
Sérgio Faria Alves de Assis

Diretor-Geral
Herculano Borges da Fonseca

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

SEDE: Av. Beira Mar, s/nº — anexo ao MAM — 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

A Controvérsia dos Conglomerados Financeiros: O Caso Brasileiro*

Ailton Coentro Filho**

Inicialmente, o artigo discute a questão do conglomerado do ponto de vista da teoria da firma. Em seguida, são analisados 3 argumentos freqüentemente utilizados para justificar o processo de concentração de empresas no sistema financeiro nacional, a saber: a) obtenção de economias de escala; b) diluição de risco através da diversificação; e c) fortalecimento da empresa nacional privada.

The article discusses initially the problem of financial conglomerates from the point of view of the theory of the firm. Afterwards, it analyzes three arguments frequently used to justify the conglomeration process in the national financial system, namely: a) attainment of economies of scale; b) risk dilution through diversification; c) fortification of the corporation controlled by private national interests.

INTRODUÇÃO

Este trabalho tem por objetivo contribuir para a discussão dos problemas relacionados com a estrutura do sistema financeiro nacional, em particular no que se refere ao processo de formação de conglomerados financeiros e à concentração da indústria financeira do país. Naturalmente, o tema é suficientemente vasto para se pretender abordá-lo em seus diversos aspectos de uma só vez. Com efeito, a discussão sobre a presença de conglomerados no setor financeiro nacional comporta uma diversificada gama de questionamentos, que incluem considerações sobre eficiência, poder de mercado, conflitos de interesses etc., para citar apenas alguns.

Por conseguinte, para os propósitos restritos deste trabalho, iremos fundamentalmente examinar o problema do ponto de vista dos principais argumentos que foram utilizados para justificar a concentração bancária e a formação de conglomerados no sistema financeiro nacional. Como a maior parte desses argumentos recorreu a considerações essencialmente teóricas sobre a estrutura da indústria financeira, a análise efetuada neste artigo se deterá, em grande medida, na discussão dos aspectos teóricos envolvidos na controvérsia em torno dos conglomerados financeiros. Isto não obscurece, todavia, a natureza efetivamente política da questão. Como se verá no terceiro item deste trabalho, a base teórica sobre a qual se pretendeu justificar o processo de conglomeração de empresas no Brasil não resiste a uma

---

* Este artigo constitui parte de um trabalho de pesquisas patrocinado pelo IBMEC, que tem como objeto investigar a viabilidade de convivência entre conglomerados e empresas independentes no sistema financeiro nacional.

** O autor agradece os valiosos comentários de Walter Lee Ness, Jr. As impropriedades porventura remanescentes correm por conta do autor.

análise mais rigorosa de seus fundamentos. Assim, o recurso a argumentos teóricos, neste caso, aparentemente buscava apenas avalisar modificações substanciais na estrutura do sistema financeiro, as quais certamente favoreceriam determinados setores em detrimento de outros.

No sentido de apresentar uma referência teórica geral à análise do comportamento de um conglomerado de empresas, esboçamos, no item a seguir, uma discussão sobre o impacto da inclusão do conglomerado na teoria da firma. O objetivo deste tópico é basicamente mostrar que a teoria microeconômica tradicional tem pouco a dizer num mundo onde os mercados são cada vez mais interdependentes em conseqüência da integração de empresas dentro de um conglomerado. O terceiro item discute o caso concreto do conglomerado financeiro no Brasil a partir da análise teórica dos principais argumentos arrolados em favor do processo de conglomeração.

O CONGLOMERADO E A TEORIA DA FIRMA: ALGUMAS IMPLICAÇÕES

Um dos mais importantes problemas defrontados pela teoria da organização industrial tem sido a questão de como tratar satisfatoriamente o fenômeno relativamente recente do surgimento e expansão de conglomerados de empresas, os quais reúnem sob um mesmo comando diversas empresas que operam em diferentes mercados. No contexto da teoria da organização industrial, a questão relevante associada à presença dos conglomerados diz respeito ao comportamento supostamente distinto das empresas ligadas a um conglomerado *vis-à-vis* empresas independentes.

Costuma-se argumentar que as empresas conglomeradas atuam independentemente das condições do mercado, ao contrário das empresas independentes, cujo comportamento resultaria da natureza do mercado onde operam. Assim, por exemplo, uma empresa independente, atuando num mercado competitivo, teoricamente procurará maximizar seus lucros, igualando seu custo marginal de produção ao preço de produto. Num oligopólio concentrado formado por empresas independentes, provavelmente se estabelecerão acordos de coalizão entre as firmas, no sentido de formarem um programa de maximização conjunta de lucros. Tais exemplos procuram ilustrar como a teoria sugere que as firmas (independentes) atuem em cada mercado.

No entanto, quando se considera a existência de conglomerados, estas proposições já não são tão evidentes. É possível, por exemplo, que uma empresa pertencente a um conglomerado e atuando num mercado competitivo não se comporte com base no objetivo de maximização de lucros e sim segundo o objetivo de maximização de lucros do conglomerado como um todo. Neste caso, a formação de preços e a alocação de recursos neste mercado não mais refletem as indicações previstas na teoria microeconômica tradicional. A presença dos conglomerados torna os mercados interdependentes e, portanto, exige a introdução de novas hipóteses nos estudos dos mercados.

Estas observações sugerem que a presença da grande empresa diversificada levanta questões que afetam a própria estrutura da teoria microeconômica como um todo. O problema central está situado nas limitações da teoria, na sua relativa incapacidade em explicar satisfatoriamente a mecânica dos mercados, quando se considera a presença da grande firma diversificada atuando em diferentes mercados — seja uma única firma produzindo produtos diferentes, seja um conglomerado de firmas atuando em setores diversos.

Esta insuficiência teórica está certamente ligada ao fato de a teoria microeconômica constituir, em essência, uma teoria de firmas monoprodutoras. Neste sentido, ela tem muito pouco a oferecer em termos de hipóteses ou proposições testáveis sobre o comportamento de uma firma com linhas de produção diversificadas. Com mais forte razão, seus postulados se configuram enfraquecidos ante um mundo cada vez mais caracterizado pela interdependência dos mercados, em conseqüência do avanço dos conglomerados.

O problema teórico gerado com a consideração do conglomerado pode ser ilustrado de um ângulo mais formal.[1] Suponhamos, por exemplo, a existência de um duopólio — firma *1* e firma *2* — operando simultaneamente em 2 mercados, *A* e *B*.[2] Consideremos como Π o lucro, *R* a receita, *C* o custo de produção e *q* a quantidade produzida. Assim, os lucros de cada firma constituem a soma de seus lucros nos 2 mercados: $\Pi_1 = \Pi_{1A} + \Pi_{1B}$ e $\Pi_2 = \Pi_{2A} + \Pi_{2B}$. Suponhamos, agora, seguindo a proposição usual de oligopólios concentrados, que a receita das firmas dependa não apenas do nível de sua produção, mas também da produção da rival. Assim, podemos escrever que:

$$R_{1A} = R_{1A}\,(q_{1A}; q_{2A}).$$

Por outro lado, o custo de produção depende apenas do nível de produção da firma no mercado. Ou seja:

$$C_{1A} = C_{1A}\,(q_{1A}).$$

1 O exemplo a seguir é uma versão simplificada da formalização utilizada por Heggestad e Rhoades [9].

2 O exemplo em questão pode ser considerado indiferentemente como o caso de duas empresas biprodutoras ou como 2 conglomerados atuando em 2 mercados simultaneamente.

A natureza da interdependência dos mercados pode ser descrita pela função de reação da firma *2*:

$$q_{2A} = q_{2A}\,(q_{1A}; q_{1B}).$$

Isto sugere que a produção da firma *2* no mercado *A* depende da produção da firma *1* em todos os mercados onde as duas firmas se defrontam. Este é o ponto teórico central no debate sobre conglomerados. A questão está situada sobre o comportamento de firmas conglomeradas defrontando-se com outras firmas do mesmo tipo ou com firmas independentes em mercados heterogêneos. O ponto de vista teórico tradicional assevera que a presença de firmas pertencentes a conglomerados não modifica as previsões da teoria. Ou seja, a natureza da competição em um mercado depende apenas dos fatores intrínsecos ao mercado. Neste raciocínio, as firmas pertencentes a conglomerados tentariam maximizar seus lucros em cada um dos mercados onde atuam, à semelhança de firmas independentes.

Não obstante, no exemplo em questão, estamos introduzindo uma hipótese sobre o comportamento das empresas, com o objetivo de captar o efeito da presença de conglomerados nos modelos tradicionais de equilíbrio estático das firmas. Esta hipótese está consubstanciada na função de produção da firma *2*, como estabelecida acima. Convém salientar que esta é apenas uma dentre diversas hipóteses alternativas que se pode fazer no sentido de tentar incorporar o conglomerado à teoria tradicional.

Retomando nosso exemplo, se a firma *1* busca maximizar seus lucros, então $\partial \Pi_1 / \partial q_1 = 0$ nos 2 mercados onde a firma atua. Podemos, então, escrever, para o caso do mercado *A*:[3]

$$\frac{\partial \Pi_1}{\partial q_{1A}} = \frac{\partial R_{1A}}{\partial q_{1A}} + \frac{\partial R_{1A}}{\partial q_{2A}} \cdot \frac{dq_{2A}}{dq_{1A}} + \frac{\partial R_{1A}}{\partial q_{2A}} \cdot \frac{dq_{2A}}{dq_{1B}} - \frac{dC_{1A}}{dq_{1A}} = 0.$$

Esta equação traz implicações importantes do ponto de vista teórico: com efeito, é uma equação suficientemente geral para incorporar qualquer alternativa de mercado e, inclusive, captar o efeito do conglomerado no modelo. Assim, por exemplo, se o mercado é competitivo e formado apenas por firmas independentes, a equação se torna:

$$\frac{\partial \Pi_1}{\partial q_{1A}} = \frac{\partial R_{1A}}{\partial q_{1A}} - \frac{dC_{1A}}{dq_{1A}} = 0,$$

que é a condição de equilíbrio para um mercado em competição perfeita. Neste caso, o segundo e o terceiro termo do membro direito da equação geral são iguais a zero. Por outro lado, se o mercado é oligopolista, mas formado apenas por firmas independentes, a condição de equilíbrio passa a ser:

$$\frac{\partial \Pi_1}{\partial q_{1A}} = \frac{\partial R_{1A}}{\partial q_{1A}} + \frac{\partial R_{1A}}{\partial q_{2A}} \cdot \frac{dq_{2A}}{dq_{1A}} - \frac{dC_{1A}}{dq_{1A}} = 0.$$

Ou seja, o termo $\frac{\partial R_{1A}}{\partial q_{2A}} \cdot \frac{dq_{2A}}{dq_{1A}}$ representa o efeito das condições oligopolistas do mercado, como supostas originalmente através da função de receita total.

Observe que, tanto para o caso da competição perfeita como também para o oligopólio, a suposição de que existem apenas firmas independentes pode ser depreendida pelo fato de que somente o mercado *A* aparece naquelas equações, o que revela a característica de independência dos mercados, como sustenta o ponto de vista tradicional. No entanto, quando introduzimos o conglomerado, ocorre uma modificação importante captada na equação geral, mais completa, estabelecida mais acima. Naquela equação, o efeito da interdependência dos mercados está explicitado no termo $\frac{\partial R_{1A}}{\partial q_{2A}} \cdot \frac{\partial q_{2A}}{dq_{1B}}$, onde pode-se notar a presença do mercado *B* em sua influência sobre o mercado *A*. Portanto, este termo representa o efeito do conglomerado sobre as condições de equilíbrio e descobre a natureza da interdependência dos mercados.

A visão tradicional sustenta que $dq_{2A}/dq_{1B} = 0$, ou seja, que a firma *2*, ao maximizar lucros no mercado *A* se orientará apenas pelas condições de demanda e de custos naquele mercado. Alguns autores argumentam, por outro lado, que o efeito do termo $\frac{\partial R_{1A}}{\partial q_{2A}} \cdot \frac{dq_{2A}}{dq_{1B}}$ pode ser de grande importância no caso de o conglomerado atuar em

[3] Obviamente, o objetivo de maximização de lucros implica uma equação equivalente para o mercado *B*. Por simplicidade, contudo, considerou-se desnecessário transcrevê-la, mesmo porque tal procedimento não afeta as conclusões subseqüentes.

um número elevado de mercados ou se, em certo mercado, o conglomerado for particularmente vulnerável por se defrontar com firmas maiores, também pertencentes a conglomerados.[4] Cabe tornar a enfatizar, de resto, que o exemplo em questão buscou ilustrar apenas o efeito de **uma** hipótese acerca do comportamento de um conglomerado. Note-se que as hipóteses usuais de maximização de lucros em cada mercado foram mantidas, seguindo os preceitos da teoria tradicional. Se tais hipóteses forem modificadas, então toda a mecânica da determinação do equilíbrio parcial dos mercados fica comprometida.

Este é o problema teórico mais geral, associado às conseqüências da presença de conglomerados como um novo fenômeno a ser considerado nos modelos de mercado. Podemos agora reduzir o grau de generalidade da presente discussão e introduzir elementos teóricos ao debate sobre os conglomerados financeiros no Brasil.

CONGLOMERADOS FINANCEIROS NO BRASIL: ARGUMENTOS E CONTROVÉRSIA

O processo de formação de conglomerados no setor financeiro do Brasil foi particularmente induzido pela política econômica governamental, que criou diversos estímulos institucionais a partir do final da década de 60, no sentido de favorecer a conglomeração de empresas.

Os argumentos sobre os quais se baseou este favorecimento recorreram, via de regra, a aspectos teóricos da organização da indústria financeira, os quais serão objeto das considerações a seguir.

O argumento mais importante, utilizado como base teórica para fundamentar os incentivos ao processo de conglomeração das instituições financeiras do país, sugeria a existência de economias de escala na produção dos serviços financeiros. Economias de escala constituem, conceitualmente, uma característica de certas funções de produção. Se, em determinada indústria ocorrem economias de escala, isto significa que, para uma dada variação percentual na utilização dos fatores de produção, o produto final variará no mesmo sentido, porém num percentual mais elevado em valor absoluto. Em termos mais formais, isto pode ser expresso da seguinte maneira: se $Y = F\ (Xi)$ é uma função de produção relacionando o produto Y a um vetor de fatores Xi, então a presença de economias de escala assegura que $(\alpha^{\beta})\ Y = F\ (\alpha Xi)$, onde α é um número positivo qualquer e β um número maior que a unidade. Em termos correntes podemos também dizer que se uma empresa eleva em 10% a utilização de seus fatores de produção e obtém um incremento no produto superior a 10%, então a empresa está se beneficiando de economias de escala.

Por outro lado, se admitimos que a empresa tem um comportamento otimizador (ou seja, maximiza lucros) e consideramos constantes os preços dos fatores, o fenômeno das economias de escala pode também ser descrito pela inclinação decrescente da curva de custo médio de longo prazo da empresa. Convém registrar, de passagem, que a existência de economias de escala numa indústria constitui uma barreira à entrada de potenciais competidores nesta indústria. Com efeito, se determinada indústria é caracterizada por economias de escala, o tamanho ótimo da empresa pode ser suficientemente grande para dificultar o acesso de novas empresas ao mercado. Neste caso, pequenas empresas, postulantes àquele mercado se defrontariam com custos unitários proibitivos, o que as manteria fora da indústria em questão.

Feitas estas observações, passemos a considerar o argumento da presença de economias de escala na indústria financeira do país. Originalmente, o argumento foi utilizado para justificar um crescente processo de fusões e incorporações no setor bancário a partir do final dos anos 60. A proposição sugeria que, se efetivamente a atividade bancária é caracterizada por retornos crescentes de escala, então seria natural que a política governamental para o setor buscasse favorecer o processo de concentração, reduzindo o número de instituições bancárias e aumentando a escala média dos bancos, através de incentivos às fusões e incorporações de empresas. Como a estrutura de custos do sistema bancário brasileiro pressionava as taxas de juros num período de declínio da taxa de inflação (notadamente no período 1968-1973), o custo real do crédito bancário tornava-se inquietante para as empresas usuárias do crédito dos bancos e para o governo, preocupado com as pressões inflacionárias oriundas dos custos financeiros das empresas. Neste quadro, configurava-se atraente a idéia de incentivar uma maior concentração do sistema bancário nacional porquanto, considerando-se a existência de economias de escala no sistema, se esperava fortalecer a eficiência global do setor bancário e simultaneamente contribuir para a política antiinflacionária. Cabe salientar, porém, que a proposição de existência de retornos crescentes de escala na atividade bancária não foi fundamentada em qualquer evidência empírica que demonstrasse a presença do fenômeno na produção dos serviços bancários no país. Existiam, não obstante, diversas proposições de conteúdo quase intuitivo, que freqüentemente serviam como suporte ao argumento da existência de economias de escala na indústria bancária. Tais proposições lembravam, por exemplo, que o aumento do tamanho dos bancos proporcionaria maior especialização da mão-de-obra, elevando sua produtividade e, conseqüentemente, reduzindo o custo médio dos bancos. Um outro exemplo encontrava-se na utilização de equipamentos indivisíveis, como computadores ou outros bens de capital, que exigem um tamanho mínimo da empresa para que sua utilização seja de fato eficiente.

---

[4] Veja Edwards [8, pp. 331-59].

Conquanto estas proposições descubram com efeito certas fontes de economias de escala seguramente presentes na atividade bancária, por outro lado também é possível arrolar indicações que podem sugerir exatamente o contrário, isto é, que o crescimento dos bancos pode conduzir a uma elevação de seus custos, o que traduziria o fenômeno de deseconomias de escala. Por exemplo, admitindo que as despesas com mão-de-obra e propaganda constituam parcela ponderável da estrutura de custos dos bancos e se o crescimento dos bancos requer a abertura de grande número de novas agências, é muito provável que o aumento do tamanho do banco resulte em pressões de custos que podem ser suficientemente grandes para neutralizar (ou mesmo ultrapassar) o efeito de redução de custos que acompanha as fontes de economias de escala sugeridas pelas proposições acima. Neste sentido, estaríamos admitindo, na verdade, que o aumento da escala dos bancos acionaria forças conflitantes — economias e deseconomias de escala — cuja resultante seria, entretanto, uma incógnita, possivelmente desvendável apenas através de pesquisa empírica. Assim, através de um esforço de pesquisa, poder-se-ia tentar investigar quais faixas de tamanho de bancos seriam caracterizadas por economias de escala e também quais revelariam deseconomias.

No entanto, a crença na existência de economias de escala na atividade bancária bem como a conseqüente aceleração do processo de fusões e incorporações de bancos, a partir do final da década de 60, não resultaram de recomendações sugeridas por pesquisa empírica. Somente depois de iniciado o processo de formação de conglomerados financeiros algumas pesquisas sobre economias de escala nos bancos brasileiros foram efetuadas, em geral utilizando metodologia desenvolvida por pesquisadores norte-americanos que investigaram a existência de economias de escala na indústria bancária norte-americana.[5]

No Brasil, os poucos estudos empíricos que se propuseram a pesquisar indícios de economias de escala na atividade bancária concluíram, de modo geral, pela presença do fenômeno.[6] No entanto, os procedimentos metodológicos utilizados nestas pesquisas são passíveis de diversas restrições, algumas das quais suficientemente fortes para recomendar cautela em acolher como definitivas as suas conclusões. A principal dificuldade com que se defrontam as pesquisas sobre economias de escala em bancos está situada na natureza multiprodutora da indústria bancária e nos problemas que daí resultam para o tratamento empírico dos dados. Quase sempre os trabalhos nesta área recorreram a uma variável de estoque — por exemplo, ativo, patrimônio etc. — como medida-resumo dos serviços produzidos por um banco. Se por um lado tais medidas se configuram bastante deficientes como *proxies* para o produto dos bancos, por outro lado, do ponto de vista teórico, também constitui uma impropriedade recorrer a uma variável de estoque para substituir o **produto** dos bancos, que constitui uma variável de fluxo. Assim, o tratamento adequado da característica multiprodutora da atividade bancária para efeitos de pesquisa empírica ainda permanece desafiando a curiosidade e o engenho de pesquisadores nacionais e estrangeiros.

Se a natureza multiprodutora dos bancos já constitui uma importante limitação às pesquisas sobre economias de escala nestas instituições, com muito mais razão seria virtualmente impossível estender estas pesquisas aos grandes conglomerados financeiros. Com efeito, a atuação integrada dos conglomerados financeiros transforma a mão-de-obra e o equipamento utilizado em cada empresa em instrumentos comuns, à serviço de todas as empresas que compõem o grupo financeiro. As agências do banco comercial do grupo transformam-se em pontos de venda dos diversos serviços prestados pelo conglomerado, tais como, empréstimo a empresas, crédito ao consumidor, seguros etc. Da mesma forma, as atividades como contabilidade, tesouraria, cadastro, administração de pessoal e material etc. tendem a ser integradas no conglomerado, tornando especialmente complexa a natureza da produção de um grupo integrado de empresas. Portanto, a integração de empresas em um conglomerado agrava os problemas de comparação de custos e de "produtos" associados às diversas atividades do conglomerado, com isto gerando embaraços virtualmente intransponíveis para uma pesquisa sobre economias de escala numa indústria crescentemente caracterizada pela interdependência dos mercados.

Destas observações, podemos concluir que o principal argumento utilizado como fundamento para a política de incentivos à concentração do sistema bancário e à forma-

---

5 O marco inicial dos estudos sobre economias de escala em bancos norte-americanos é geralmente considerado o trabalho de Alhadef [1]. Alhadef conclui pela existência de economias de escala para certas faixas de tamanho de bancos, utilizando uma amostra de bancos do estado da Califórnia. Outros trabalhos se seguiram, também concluindo pela existência dos retornos crescentes de escala, utilizando metodologia semelhante à utilizada por Alhadef. No entanto, em 1967, Bell e Murphy [2] em sua pesquisa constatam que, mantendo-se constante o número de agências, ocorrem economias de escala em quase todas as atividades bancárias. À medida, porém, que o banco cresce, sua rede de agências tende a se estender. Bell e Murphy, observaram que, neste caso, as economias de escala são anuladas pelas deseconomias resultantes de uma extensa rede de agências. Uma análise geral dos resultados de pesquisas sobre economias de escala em bancos norte-americanos sugere, enfim, a ausência de uma conclusão definitiva sobre o tema, que permanece polêmico, instigante e de difícil solução. Para uma excelente revisão da literatura a respeito, consulte Castro [7].

6 Veja, em particular, os seguintes trabalhos: Bouzan [3]; Vital [16]; Meirelles [11]. Para uma importante crítica dos procedimentos metodológicos utilizados nessas pesquisas veja também, Carvalho [5].

ção de conglomerados financeiros, carece de evidências convincentes. Por conseguinte, não se pode garantir que o aumento do tamanho de um banco conduza naturalmente à redução de seus custos médios. Da mesma forma, com base em argumentos de economias de escala, não se pode aceitar sem reservas proposições que sugerem serem os conglomerados mais eficientes que uma empresa independente ou especializada.

Um segundo argumento comumente considerado quando se pretende destacar as vantagens de um conglomerado *vis-à-vis* uma empresa independente, está situado em considerações sobre risco. A este respeito costuma-se alegar que a fusão ou conglomeração de empresas sempre proporciona benefícios resultantes da maior diversificação de atividades.[7] Como o conglomerado atua em diferentes ramos de atividade, tenderia, neste sentido, a diluir os riscos associados às suas aplicações, ao contrário de uma empresa especializada que, ao se defrontar com apenas um setor de aplicação, forçosamente assumiria um risco mais elevado. Sobre este argumento, não consta que qualquer evidência empírica tenha sido registrada para suportá-lo. Por outro lado, também do ponto de vista teórico, esta proposição, embora atraente, exige qualificações. O elemento **risco** tem sido incorporado à teoria econômica via de regra em modelos de decisão de aplicações financeiras cujos resultados, em termos de rentabilidade esperada, admitem um grau de incerteza. Normalmente considera-se que um investidor defronta-se, no processo de tomada de decisão, com um *trade-off* entre risco e retorno esperado associado a suas aplicações.[8] Por exemplo, se o investidor é propenso ao risco, tenderá a efetuar aplicações que prometem elevado retorno, mas cujo risco associado é alto. No caso de um investidor mais conservador, avesso ao risco, tenderá a orientar suas aplicações no sentido de assumir um risco pequeno, embora contentando-se com uma rentabilidade esperada correspondentemente baixa.

Sabe-se que o retorno esperado de qualquer investimento constitui uma variável aleatória, na medida em que as diversas alternativas possíveis para o retorno estão associadas a uma certa distribuição de probabilidade. Por conseguinte, a distribuição teórica dos retornos esperados — que pode ser convenientemente aproximada por uma distribuição normal — fica definida por uma média e uma variância. No caso de os retornos esperados apresentarem alta variância, isto sugere uma grande instabilidade da expectativa dos retornos, o que, implicitamente, indica um alto coeficiente de incerteza associado às previsões de rentabilidade. Por outro lado, quando a variância é baixa, a distribuição dos retornos se afigura mais estável, sugerindo, portanto, um menor grau de incerteza nas previsões. Assim, a variância da distribuição dos retornos esperados constitui uma medida conveniente do risco associado às aplicações.

Usualmente, quando se pretende inferir considerações sobre risco e retorno de determinado investimento, como não se dispõe da distribuição teórica dos rendimentos esperados (ressalte-se que tal distribuição refere-se aos retornos **futuros** esperados), recorre-se, freqüentemente, às séries de rentabilidade efetivamente registradas **no passado**. Supõe-se, assim, implicitamente, que a rentabilidade passada constitui uma *proxy* para a rentabilidade esperada no futuro. Embora esta suposição não seja auto-evidente e justificável em si mesma, portanto exigindo qualificações, é normalmente utilizada em diversos estudos sobre a decisão risco-retorno, sem maiores preocupações quanto a possíveis restrições ao seu uso. O passo seguinte consiste em considerar a dispersão das séries de rentabilidade passada (medida pela variância das séries) como um indicador do risco embutido na distribuição dos retornos esperados.

Feitas estas observações, consideremos o argumento do risco na discussão das vantagens supostamente mais expressivas de um conglomerado em comparação com uma instituição especializada. O argumento está certamente vinculado à utilização da variância das séries de lucratividade como medida do risco associado às atividades onde as empresas decidem investir. Neste sentido, afirma-se que, por atuar em diferentes mercados, o conglomerado dilui seus riscos, fato traduzido pela maior estabilidade das séries de lucratividade. Em outras palavras, o argumento sugere que a variância da lucratividade agregada dos conglomerados — ou seja, da soma das lucratividades obtidas nos diversos mercados onde atua o conglomerado — é necessariamente inferior à variância da lucratividade auferida em apenas um mercado, como seria o caso de uma empresa setorizada.

Consideremos esta proposição em termos mais formais. Suponhamos que um determinado conglomerado atue em 2 mercados distintos, A e B. Admitamos além disso que sejam conhecidas as distribuições teóricas do retorno esperado em cada mercado. Assim, a variância da soma dos lucros esperados pode ser assim descrita:

$$\text{Var}\,(A + B) = \text{Var}\,A + \text{Var}\,B + 2.\ \text{cov}\,(A, B)$$

Por definição, a covariância entre as variáveis aleatórias A e B é assim expressa: $\text{cov}\,(A, B) = E\,|\,(A - EA)\,(B - EB)\,|^2 = E\,(AB) - (EA)\,(EB)$. Isto nos diz que a covariância será positiva se altos valores de A se associarem com altos valores de B, ou se pequenos valores de A se associarem a pequenos valores de B. Quando altos valores de uma

---

7 Veja Meirelles [11, p. 46].

8 Veja Tobin [15].

das variáveis se associam a pequenos valores da outra variável a covariância será negativa. Finalmente, no caso das variáveis não serem correlacionadas entre si, a covariância será nula.[9]

Assim, a suposição de que a variância do lucro agregado do conglomerado é inferior à soma das variâncias dos lucros em cada mercado, está fundamentada na hipótese de que a covariância entre os lucros dos mercados individuais é negativa. Ou, o que é o mesmo, que o coeficiente de correlação entre as variáveis aleatórias (os lucros esperados) é negativo. No caso de mercados distintos e bem definidos, onde as lucratividades apresentam um comportamento divergente entre si, é de se esperar que a variância da soma das lucratividades seja inferior à soma das variâncias individuais, pois neste caso é muito provável que a covariância seja negativa. É o caso, por exemplo, de um investidor que aplique regularmente em sua própria carteira de ações e no mercado de imóveis. É razoável admitir-se uma correlação negativa entre as rentabilidades nos 2 mercados, pois o mercado de ações e o mercado imobiliário registram geralmente um comportamento cíclico divergente, ou seja, enquanto um atravessa a fase ascendente do ciclo de lucratividade, o outro está atravessando o ramo descendente do seu ciclo. Neste caso, portanto, uma adequada combinação de recursos aplicados simultaneamente nos 2 mercados atenua a variância da lucratividade global, sugerindo, assim, um grau de risco menor para a aplicação conjunta.

No caso específico dos conglomerados financeiros no Brasil, contudo, este argumento não é tão evidente. Com efeito, o conglomerado financeiro típico no país reúne, normalmente, um banco comercial — em geral o líder do grupo — um banco de investimento, uma sociedade de crédito imobiliário, uma financeira, uma corretora e uma distribuidora de valores. Em suma, o conglomerado reúne empresas que atuam em diferentes segmentos do mercado de crédito — curto, médio e longo prazo — e no mercado de títulos de empresas — ações e debêntures. É razoável admitir-se uma correlação positiva entre as rentabilidades auferidas nos diversos segmentos do mercado de crédito, pois, embora as taxas de juros possam ser diferenciadas em cada subsetor do mercado, certamente elas tendem a variar na mesma direção, acompanhando os movimentos da liquidez da economia e as necessidades de investimentos do aparelho produtivo. Da mesma forma, a estrutura de custos das instituições financeiras também é razoavelmente homogênea, o que não autoriza afirmar-se que, ao longo do tempo, as tendências do custo de produção sejam divergentes entre as instituições financeiras.

Por outro lado, a rentabilidade das aplicações no mercado de títulos de empresas depende fundamentalmente da saúde financeira das empresas emissoras bem como do estado geral das expectativas dos investidores quanto às perspectivas de lucro das empresas e às tendências gerais da economia. Embora devamos reconhecer que os mercados de crédito e de títulos constituem opções alternativas tanto para o tomador de recursos como para o aplicador, não há por que supor que as rentabilidades nestes mercados sejam ciclicamente divergentes entre si. Em outras palavras, do ponto de vista teórico não há como se afirmar que para cada período de *boom* (baixa) nas bolsas de valores corresponda um período de declínio (firmeza) nos negócios do mercado de crédito. Ao contrário, pode-se inclusive arrolar argumentos que sugiram o oposto: por exemplo, num período de crescimento econômico acelerado é de se esperar que ocorra uma tendência de alta nos índices de lucratividade do mercado acionário, dadas as perspectivas de lucros crescentes que normalmente acompanham o crescimento econômico. Nesta fase, a pressão dos investimentos das empresas sobre as taxas de juros torna igualmente rentáveis as aplicações efetuadas no mercado de crédito. Por outro lado, em um clima de recessão econômica, tende a ocorrer, simultaneamente, uma deterioração da lucratividade do setor produtivo e um declínio das taxas de juros nos diversos segmentos do mercado de crédito.

A abordagem do problema de decisão do conglomerado como uma questão comparável à decisão de um investidor frente à composição de sua carteira, merece ainda uma outra consideração. Com efeito, no contexto da moderna teoria do investimento, o risco associado a um determinado conjunto de aplicações pode ser decomposto em duas partes: risco sistemático e risco não-sistemático.

O risco sistemático é considerado aquele que permanece incorporado a determinada carteira de títulos depois de efetuada uma diversificação máxima da carteira. O risco não-sistemático, por outro lado, refere-se àquele passível de redução através da diversificação. Portanto, do ponto de vista da decisão dos conglomerados, não haveria uma vantagem especial em diversificar suas áreas de atuação, na medida em que os investidores poderiam obter o mesmo risco aplicando em uma carteira de ações de emissão das empresas que supostamente seriam objeto da atuação diversificada dos conglomerados. Este argumento reforça a proposição de que o problema da diversificação dos conglomerados não constitui uma questão basicamente ligada a um objetivo de redução de risco.

Estas considerações sugerem que o argumento da diluição de riscos, supostamente alcançado com a conglomeração de empresas, requer, além das qualificações pertinentes, uma comprovação empírica conclusiva, pois do ponto

---

9 A covariância entre duas variáveis aleatórias A e B também pode ser expressa em termos do coeficiente de correlação $\rho\ (A, B)$. Assim, $\text{cov}\ (A, B) = \text{var}\ (A).\ \text{var}\ (B).\ \rho\ (A, B)$.

de vista teórico o argumento permanece duvidoso. Em termos empíricos no entanto, esta comprovação certamente terá de esbarrar em problemas metodológicos de difícil solução, no que se refere ao levantamento e comparações de lucratividades entre empresas.[10]

Um terceiro argumento, freqüentemente utilizado no rastro das justificativas do processo de conglomeração de empresas no Brasil, está ligado aos anseios de fortalecimento do setor privado no país. Com efeito, uma característica marcante do desenvolvimento econômico brasileiro nos últimos 30 anos tem sido a relativa debilidade da empresa privada nacional *vis-à-vis* a empresa estatal e a empresa estrangeira. Em particular, o avanço do estado e das empresas multinacionais, sobretudo a partir da segunda metade dos anos 60, tem sobressaltado setores liberais e nacionalistas, temerosos com o processo estatizante e com a crescente desnacionalização de setores diversos da economia brasileira. Neste contexto, o debate evoluiu para a questão da necessidade de fortalecimento do empresário nacional, o qual deveria formar, juntamente com a empresa estatal e a empresa estrangeira, a base de sustentação do desenvolvimento econômico do país. Neste ponto, procurava-se, então, associar o fortalecimento da empresa nacional privada à formação de conglomerados financeiros-industriais, único caminho eficaz — como se argumentava para que a empresa nacional privada pudesse competir em condições de igualdade com as empresas estatais e multinacionais.

Embora este argumento não se enquadre como proposição estritamente teórica, merecerá, contudo, algumas considerações, neste artigo, até porque, como no caso das economias de escala, este argumento também foi encampado explicitamente pela política econômica governamental. Por exemplo, dentre as opções básicas incluídas na estratégia econômica estabelecida pelo II Plano Nacional de Desenvolvimento podia-se ler: "Utilização, para a aceleração do desenvolvimento de certos setores, de estruturas empresariais poderosas, com a criação de grandes empresas, através da política de fusões e incorporações — na indústria, na infra-estrutura, na comercialização urbana, no sistema financeiro (inclusive área imobiliária) — ou a formação de conglomerados financeiros, ou industriais-financeiros. Há necessidade de compatibilizar tal orientação com a política de distribuição de renda."[11] Mais adiante, quando considera a questão específica do fortalecimento da empresa nacional privada, o Plano volta a enfatizar: "Formação de conglomerados nacionais, realizando a integração financeira, financeiro-industrial, financeiro-serviços, assim como outras fórmulas, de maneira flexível, em alternativas de liderança financeira, liderança industrial ou supervisão por empresa controladora (*holding*). **O objetivo central deve ser a maior produtividade no uso dos recursos, pela fluidez intersetorial das aplicações, e a garantia de estrutura financeira sólida.**"[12]

Pode-se vislumbrar, na leitura das citações acima, a presença implícita da proposição de existência de economias de escala na formação dos conglomerados nacionais. Sem embargo, esta proposição já foi objeto de nossas considerações mais acima. Por conseguinte, consideremos apenas a questão do fortalecimento do setor privado via incentivos à conglomeração de empresas. A este respeito, é ainda o II PND quem argumenta: "Em nosso país, sempre se tendeu à excessiva proliferação de empresas, desprovidas de poder de competição, pela insuficiência de escala. Mais ainda, como revelam estudos do IPEA e de outros órgãos, em grande número de ramos industriais, o que se via era a presença de uma ou poucas empresas estrangeiras, com escala satisfatória, ao lado de uma multiplicidade de empresas nacionais, pequenas e fracas. Nestas condições, uma política de fusão de empresas nacionais — e o que se tem estimulado é exa-

---

10 As limitações de ordem empírica envolvem: *a*) confiabilidade em informações de balanço; *b*) mudanças na padronização dos dados contábeis ou na sistemática de cálculo para a determinação de lucros, o que afeta comparações de dados de séries temporais; *c*) grande parte dos custos de operação dos grupos financeiros é conjunta, geralmente suportada pelo banco comercial do grupo. Depende da política interna dos conglomerados a forma como esses custos são distribuídos entre as diversas empresas do grupo. Isto, evidentemente, afeta os indicadores de lucros das empresas pertencentes a conglomerados, comprometendo a comparação desses indicadores entre empresas de grupos e empresas independentes.
Para uma interessante tentativa empírica de aplicação da abordagem risco-retorno aos conglomerados, utilizando a teoria da seleção de carteira de Markowits, veja Smith e Schreiner [14]. Smith e Schreiner chamam a atenção para as limitações de uma analogia direta entre a decisão dos conglomerados em diversificar seus investimentos e o problema de decisão de um investidor em selecionar sua carteira de títulos. Segundo os autores, os conglomerados investem não só capital como também recursos humanos e gerenciais, enquanto o investidor típico investe apenas recursos financeiros.
Por outro lado, o investidor pode variar a extensão de cada investimento, mas o conglomerado ou adquire certa empresa ou não adquire. O investidor também pode mudar seus objetivos de um dia para o outro, enquanto para o conglomerado o processo é virtualmente irreversível. Outro fator limitante apontado pelos autores nesta abordagem está no fato de que cada aquisição ou investimento de um conglomerado constitui um investimento único, enquanto as ações da General Motors (por exemplo) seriam a mesma coisa em qualquer *portfolio*. Assim, a heterogeneidade dos investimentos dos conglomerados traduz um severo obstáculo à tentativa de aplicação da teoria da carteira aos conglomerados. Finalmente, um dos mais importantes resultados empíricos do trabalho de Smith e Schreiner foi demonstrar que alguns conglomerados procuram investir em indústrias **não-relacionadas**, buscando internalizar as vantagens da baixa correlação.

11 Veja Brasil [4, p. 47].

12 Veja Brasil [4, p. 51], grifo nosso.

tamente isso — para adquirir escala econômica, significa: elevar a eficiência do setor, fortalecer o empresariado do país e aumentar o grau de competição daquele mercado. Sim, porque a existência de algumas empresas médias e eficientes, ao lado das grandes, vitaliza a competição no setor, ao invés de enfraquecê-la."[13]

Em resumo, considerava-se que, para viabilizar a "grande empresa nacional" o governo deveria estimular a formação de conglomerados financeiros-industriais. De passagem, deve-se registrar que o processo de conglomeração de empresas no Brasil foi particularmente ativo apenas no setor financeiro, onde a experiência da concentração bancária desde o pós-guerra, através de sucessivas incorporações de bancos, certamente contribuiu para a expansão dos bancos sobre os setores financeiros não-bancários. Além disso, a rede de agências relativamente extensa dos bancos comerciais brasileiros também constituiu um fator importante para estender a atuação desses bancos sobre outros segmentos do sistema financeiro nacional. Uma vez amadurecido o processo de conglomeração encabeçado por grandes bancos comerciais, constatou-se que os conglomerados, de modo geral, não se interessaram por absorver empresas do setor industrial, salvo poucas exceções. Assim, o processo de conglomeração no país tem sido tipicamente um fenômeno característico do setor financeiro. Em outras palavras, a empresa nacional privada não-financeira permanece, via de regra, independente dos conglomerados financeiros.[14]

O argumento da criação da "grande empresa nacional" através da formação de conglomerados liderados por grandes bancos comerciais admite ainda um outro tipo de questionamento no que se refere às intenções de conferir à empresa nacional privada suficiente independência e capacidade de competição frente às multinacionais e às empresas estatais. Segundo Carvalhosa (1976), o argumento é falacioso, "na medida em que a liderança e o controle dos grupos financeiros brasileiros podem estar comprometidos pela estratégica participação dos bancos estrangeiros em nosso mercado, especialmente através dos bancos de investimentos."[15] Ainda segundo o mesmo autor, comentando o anteprojeto da Lei das S.A., "o Programa Especial de Apoio à Capitalização da Empresa Privada Nacional — PROCAP — ao instituir o repasse de recursos administrados pelo BNDE aos bancos privados de investimentos, para subscrição de ações de empresas nacionais, é um veículo direto da penetração das multinacionais nos conglomerados financeiros, pois o setor dos bancos de investimento é o que apresenta maior participação de capitais estrangeiros. Dos 16 maiores bancos de investimento no Brasil, 14 possuem participação acionária e, em muitos casos, gerencial de instituições financeiras no exterior. Em conseqüência, o regime de conglomerados não levaria à prometida criação da grande empresa (genuinamente) nacional, capaz de se opor — como alardeado — às multinacionais e às estatais. O novo regime societário facilitaria, isto sim, a penetração dos interesses das multinacionais na maioria dos conglomerados estatais e naqueles constituídos pelos grupos financeiros locais. A lucratividade e o aceno do *disclosure* tecnológico seria um atrativo fundamental para as associações tanto estatais, como dos nossos bancos, com as multinacionais. Não se deve esquecer, por fim, os fortes grupos de empresas multinacionais de há muito operando no Brasil e que, valendo-se das facilidades de monopólio da nova lei das S.A., formarão seus próprios conglomerados. Assim, onde caberia a prometida grande empresa (genuinamente) privada e nacional neste contexto?"[16]

Isto no que diz respeito a eventuais influências estrangeiras sobre os conglomerados. Quanto ao argumento da independência da empresa nacional privada frente ao setor estatal da economia, também é possível colher indicações que tornem duvidosa esta proposição. Assim, por exemplo, se pronunciou o Jornal da Tarde [10], em seu editorial Oligopolização Forçada e seus Riscos: "No Japão moderno, se o poder econômico se concentra nas mãos dos *zaibatsu* e do governo, este inconveniente é compensado pela descentralização do poder político. Os sindicatos, as organizações de consumidores, os grêmios universitários, as entidades de pequenos e médios empresários, a imprensa, enfim, uma série de instituições de opinião pública, têm efetiva e ativa influência na vida Japonesa (...) este tipo de oligopolização no Brasil — a despeito da eficácia que possa apresentar como alavanca econômica — não nos parece saudável, dado que aqui é o Executivo que detém o monopólio de fato de poder político. Ainda mais considerando que os bancos privados (...) não desfrutam de nenhuma autonomia face às

---

13 Veja Brasil [4, p. 54].

14 Estimulados por incentivos fiscais, muitos conglomerados financeiros investiram em empresas incluídas em setores ou regiões beneficiadas pela legislação de incentivos fiscais do imposto de renda. Mas poucos foram aqueles que, na ausência de incentivos governamentais, decidiram estender seus investimentos às empresas da indústria de transformação, onde se enquadra a maior parte das empresas nacionais privadas do setor industrial.

15 Veja Carvalhosa [6]. É interessante observar que, dos 27 bancos de investimento ligados a bancos comerciais existentes em 1978, 13 tinham participação estrangeira em seu capital, segundo dados do Banco Central. Naquele mesmo ano, dos 10 bancos de investimentos independentes (não ligados a bancos comerciais), apenas um não registrava participação estrangeira no seu capital.

16 Veja Carvalhosa [6, p. 54].

autoridades econômicas. A resultante poderia ser, no fundo, um controle verticalizado de toda a economia privada a partir do Conselho Monetário Nacional e através do Banco Central, ambos órgãos do Executivo."[17]

Ainda a este respeito alerta Carvalhosa [6, p. 69]: "(...) a estratégia — ou modelo — da oligopolização sob a liderança privada financeira, em que pese sua aparência de fortalecimento do empresariado, pode derivar para um decisivo esforço da estatização. Em virtude, principalmente, das peculiaridades do nosso sistema político de poder centralizado e do já imenso papel do Estado nas atividades econômicas."

Ou seja, segundo o pensamento de setores liberais da sociedade, o processo de conglomeração de instituições financeiras, ao invés de benéfico para a empresa nacional privada, pode conduzir, na verdade, a um incremento no grau de controle estatal sobre a economia e a uma maior influência estrangeira sobre as empresas nacionais. O argumento oficial, portanto, também é controverso. Pode-se afirmar apenas que, mais de uma década depois de iniciado o processo de formação de conglomerados financeiros, não há indícios de melhoria na posição relativa da empresa nacional privada *vis-à-vis* a empresa multinacional e a empresa estatal.[18] No setor industrial, a empresa nacional privada típica é a pequena (ou média) empresa, cujo contingente responde por 97% do total de estabelecimentos industriais em operação no país, por 35% do total do produto industrial e por 44% do emprego de mão-de-obra na indústria. Até aqui, estas empresas vêm se mantendo, em geral, independentes dos conglomerados financeiros. Sua sustentação deve-se, sobretudo, à disponibilidade de crédito subsidiado, ao apoio do sistema de bancos estaduais de desenvolvimento, do BNDE e da Caixa Econômica, bem como ao sistema de assistência gerencial conferido pelo CEBRAE e outros estímulos governamentais. Observa-se, portanto, que a empresa nacional privada tem contado basicamente com o apoio governamental para a sua sobrevivência econômica, o que, apesar de tudo, não tem sido ainda suficiente para alavancar um processo de crescimento autônomo dessas empresas no contexto da economia brasileira. Quanto à discutida contribuição do setor financeiro — via formação de conglomerados financeiros-industriais — a experiência dos últimos 10 anos mostrou que a expectativa governamental ainda está por se confirmar.

CONCLUSÃO

Sumarizando as considerações deste artigo, procuramos mostrar que, do ponto de vista teórico, a existência de conglomerados de empresas introduz importantes elementos no arcabouço tradicional da teoria dos mercados. Tais elementos são particularmente relevantes quando se referem à influência da interdependência dos mercados sobre as condições de equilíbrio estático das firmas. Num mundo cada vez mais caracterizado pela atuação diversificada das empresas, a teoria microeconômica tradicional tem muito pouco a oferecer em termos da explicação do comportamento das empresas no mercado. Tal deficiência exige, por conseguinte, a introdução de novas hipóteses, estritamente associadas ao comportamento dos conglomerados nos mercados em que atuam.

No caso específico da formação de conglomerados financeiros no Brasil, discutimos 3 dos principais argumentos geralmente utilizados como fundamentos teóricos para uma política de estímulos à conglomeração de empresas. Concluímos que, em todos os casos, os argumentos estão longe de se revelarem auto-evidentes, como a forma com que foram apregoados parecia sugerir. Ao contrário, as proposições aqui consideradas são, de fato, altamente controversas, via de regra carecendo do necessário suporte da evidência empírica.

BIBLIOGRAFIA

1 ALHADEF, D. A. *Monopoly and competition in banking.* Berkeley, Univ. of California Press, 1954.

2 BELL, Frederick W. & MURPHY, Neil B. *Economies of commercial banking.* Boston, Federal Reserve Bank of Boston, 1967.

3 BOUZAN, Ary. *Os bancos comerciais no Brasil: uma análise do desenvolvimento recente — 1965/1971.* Rio de Janeiro, FBAB, 1972.

4 BRASIL. Presidência da República. *II Plano Nacional de Desenvolvimento (1975-1979).* Rio de Janeiro, 1974. Cap. 4.

5 CARVALHO, José Luiz. O estado na economia. Rio de Janeiro, UFRJ, 1978. Tese de Livre Docência

6 CARVALHOSA, Modesto de Souza Barros. *A nova lei das sociedades anônimas*; seu modelo econômico. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1976.

7 CASTRO, Helio Oliveira Portocarrero de. *Estrutura do sistema bancário — alguns problemas teóricos.* Rio de Janeiro, IBMEC, 1978. [Pesquisa não publicada]

8 EDWARDS, Corwin. Conglomerates bigness as a source of power. In: STIGLER, George, ed. *Business concentration and price policy.* Princeton, Princeton Univ., 1955.

[17] Transcrito de Carvalhosa [6, p. 69].

[18] Segundo o "Quem é Quem" [12] dentre as 10 maiores empresas segundo o patrimônio líquido, naquele ano, existiam 8 empresas estatais, uma multinacional e uma empresa nacional privada. Em 1979, ainda segundo o "Quem é Quem" [13], dentre as 10 maiores existiam 9 estatais e uma multinacional.

9 HEGGESTAD, Arnold A. & RHOADES, Stephen A. Multimarket interdependence and local market competition in banking. *The Review of Economics and Statistics*, Amsterdam, North-Holland, v. 60, n. 4, pp. 523-32, Nov. 1978.

10 JORNAL DA TARDE. Rio de Janeiro, 26 jun. 1976.

11 MEIRELLES, Antônio Carlos. *Economias de escala e a estrutura do sistema financeiro: o caso brasileiro*. Rio de Janeiro, SBEG, 1974.

12 QUEM É QUEM NA ECONOMIA BRASILEIRA. São Paulo, Visão, v. 37, n. 4, ago. 1970.

13 ———. São Paulo, Visão, v. 55, n. 5, ago. 1979.

14 SMITH, Keith V. & SCHREINER, John C. A portfolio analysis of conglomerate diversification. *The Journal of Finance*, New York, The American Finance Association, v. 24, n. 3, pp. 413-27, June 1969.

15 TOBIN, James. Liquidity preference as behavior towards risk. *The Review of Economic Studies*, Scotland, Longman, v. 25, pp. 65-86, Feb. 1958.

16 VITAL, Sebastião Marcos. Economias de escala em bancos comerciais brasileiros. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, FGV, v. 27, n. 1, pp. 5-41, jan./mar. 1973.

Sou Caderneta de Poupança BANERJ e dou dois de vantagem.

Duas vezes mais segura, duas vezes mais sua.

Quem aplica em Caderneta de Poupança quer basicamente duas coisas: segurança e bom retorno de seu dinheiro.
Tudo isso a Caderneta de Poupança BANERJ lhe dá em dobro. Garantia em dobro. Do Governo do Estado do Rio de Janeiro e do Governo Federal. Retorno em dobro. Além de juros e correção monetária, o dinheiro depositado na Caderneta de Poupança BANERJ fica no Estado. Para ser aplicado no desenvolvimento social e econômico do Estado do Rio de Janeiro, em seu benefício.
Viu como a Caderneta de Poupança BANERJ é duas vezes mais segura e duas vezes mais sua? A boa poupança é no BANERJ, sem dúvida.

Depósitos em todas as agências do Banco.

BANERJ

BANCO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO S.A.

ro. Quando trata dos institutos novos para a prática brasileira, como o grupamento de sociedades, o diploma legal indica que "está disciplinando de forma mais simplificada para facilitar a sua adoção, e no pressuposto de que venham ser corrigidos se a prática indicar essa conveniência" [8, p. 17]. A intenção manifesta foi a de que o mais adequado seria traçar os segmentos principais, deixando que o mercado apresentasse as tendências gerais. Às autoridades monetárias caberia o papel de analisar as necessidades surgidas no seu funcionamento, corrigindo as distorções e tendências e criando novos instrumentos e instituições.

Quando procuramos definir a questão dos conglomerados no Brasil e consideramos tais formações como dentro de um campo experimental, não se pretendeu indicar que elas tenderiam para a forma de organização empresarial surgida a partir da experiência japonesa ou de qualquer outro país. Tal indicação seria apenas uma prognose. A verdade, porém, é que existem formações em nossa economia, que incluem empresas no campo real e no campo financeiro, com características definidas pelos marcos regulamentares e condicionadas por situações internas e externas.

É certo, também, que quando da regulamentação das sociedades de crédito, financiamento e investimento ao final da década de 50, foi discutida a orientação a ser estabelecida para o ordenamento das instituições financeiras. Examinaram-se as duas correntes — a norte-americana e a alemã — procurando detectar qual das duas melhor se adaptaria às condições de nosso mercado financeiro. O modelo americano é o de um mercado onde atuam instituições com nítida especialização, tanto na parte relativa à captação como na atinente à aplicação de recursos. A outra corrente, que defendia o modelo alemão, entendia que a ordenação deveria basear-se nos bancos comerciais, que eram autorizados naquele país a praticar os mais variados tipos de operações, inclusive as de financiamento a longo prazo.

Embora o nosso sistema financeiro tenha sido ordenado, a partir da década de 60, com base no modelo adotado na América, o traçado não foi rígido e nem o permitiram as situações concretas, amplamente diversas dos países que possivelmente poderiam nos inspirar. No breve estudo da evolução do sistema financeiro veremos como a realidade não se ajustou à excessiva especialização das empresas financeiras. Foi a reação a essa especialização, inclusive, um dos fatos que geraram a integração das instituições financeiras em grupos, liderados pelos bancos comerciais.[5]

ASPECTOS DA EVOLUÇÃO DO SISTEMA ATÉ 1964

Se analisada, em grandes linhas, a evolução institucional do sistema financeiro a partir de 1946, poderíamos distinguir, basicamente, 3 fases: a primeira, quando além dos bancos comerciais privados só existiam, praticamente, os bancos comerciais oficiais, as caixas econômicas e as cooperativas de crédito, de modesta participação; uma segunda etapa, em que foram criadas novas instituições privadas especializadas, como as sociedades de financiamento e investimento, os bancos privados de investimento, as sociedades de crédito imobiliário, assim como novas instituições oficiais especializadas; e, finalmente, a etapa mais recente, em que o princípio da especialização de instituições, que caracterizou a segunda etapa, passou a ser atenuado pelo expediente, admitido pelas autoridades monetárias, da associação de diversos tipos de instituições em um mesmo grupo financeiro, por meio do controle acionário e unidade de administração (Gastão E. B. Vidigal [25]).

Assim, historicamente, os bancos comerciais constituíram a base sobre a qual se apoiava o sistema financeiro nacional. A rede bancária de agências no período Vargas (1930-45) elevou-se sensivelmente: entre 1938 e 1944 surgiram 1.481 agências de bancos comerciais privados e o número de sedes atingiu o ponto máximo de todos os tempos naquele último ano, qual seja, o de 477 estabelecimentos (Conjuntura Econômica [13, p. 50]).

Aliás, os assessores de Vargas, principalmente naquele período, sempre consideraram o crescimento e aperfeiçoamento do sistema de crédito como imprescindível ao desenvolvimento econômico, fazendo à época várias tentativas para institucionalizar o crédito a longo prazo.[6] A partir de 1939, as necessidades da economia de guerra impunham acentuado aumento das operações bancárias, já que ao lado do setor de exportação, estimulado pela venda de materiais estratégicos, o desenvolvimento e a diversificação da indústria implicavam a necessidade de novas transações, destinadas a financiar as vendas no mercado interno.

No período Dutra a rede sofreu redução em sua taxa de crescimento, pois de 1945 a 1949 aumentou em 336 agências [13, p. 50]. O número de bancos declinou para 412 em 1949. Para isso contribuiu, em grande parte, a atuação da SUMOC, eliminando uma série de regalias até então admitidas, como, por exemplo, os depósitos bancários recíprocos na rede privada e os empréstimos de banco para banco, além de outros expedientes (Instruções n.os 2 e 3, de 19.03 e 12.06.45, daquele órgão).

---

5 "A imaginação das lideranças dos bancos comerciais tem encontrado formas de superar certos aspectos desse cerceamento, assinalando-se as realizações no sentido da integração de instituições em grupos, representando todo espectro financeiro, embora tenha sido impossível afastar todos os problemas de custos e de flexibilidade que a compartimentação gerou" (Fonseca [16, p. 110]).

6 Veja, a respeito, Paulo Neuhaus [19] e Geraldo de Beauclair Oliveira [20].

Nesta oportunidade, Correia e Castro, então Ministro da Fazenda, apesar de contar com uma certa estrutura bancária, não acreditava estivessem os estabelecimentos de crédito preparados para desempenhar os papéis que naturalmente teriam com o crescimento da economia. Foi então proposta a criação de uma comissão, com o objetivo de preparar uma reforma bancária efetiva (Brasil [7]). Consoante o projeto, estava prevista a criação de um "Sistema Financeiro", compreendendo um Conselho Monetário, um Banco Central e mais 5 bancos vinculados à área federal, quais sejam, Banco Rural, Banco Hipotecário, Banco de Exportação e Importação e Banco Industrial.

O Banco Hipotecário do Brasil efetuaria empréstimos para aquisição, construção ou remodelação de imóveis urbanos e rurais, para moradia própria e exploração agrícola ou pecuária, com garantia hipotecária. O prazo, com o fim de facilitar a casa própria, era de até 30 anos.

O Banco Rural do Brasil teria funções semelhantes ao da atual Carteira de Crédito Agrícola e Industrial do Banco do Brasil, na parte referente ao crédito agrícola.

O Banco Industrial do Brasil financiaria a indústria por meio de créditos a prazo não excedente de um ano para compra de matérias-primas e de 5 anos para melhoramento de instalações e renovação de máquinas.

O Banco de Investimentos do Brasil teria como objetivo, além do financiamento a empresas industriais, auxiliar a constituição de empresas de utilidade pública.

O Banco de Exportação e Importação do Brasil teria função semelhante à da então CEXIM, que resultou na atual Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil S.A.

Todos esses bancos teriam seus recursos advindos de depósitos coletados do público e os Bancos Hipotecário, Rural e Industrial, além disso, poderiam emitir, respectivamente, Letras Hipotecárias, Obrigações Rurais e Obrigações Industriais.

Pelo que se depreende da Exposição de Motivos do Ministro da Fazenda, o projeto teria recebido apoio do Sindicato dos Bancos Mineiros (então os mais destacados do sistema), mas sofrido restrições de algumas correntes de opinião, que concordavam apenas com a criação de um Banco Central. O projeto, que provocaria uma compartimentalização muito marcante no sistema, não foi executado então, mas permaneceu em debate no Congresso largo período e serviu, até certo ponto, de esboço à reforma bancária de 64. Neste interregno, continuaram os bancos comerciais a liderar o sistema financeiro.

No segundo período Vargas, iniciado em 1950, o governo já tinha com que se preocupar no que se refere à estrutura do sistema, pois já contava com as instituições seguintes: uma entidade de fomento agropecuário (Carteira de Crédito Agrícola e Industrial do Banco do Brasil, criada desde 1937); estabelecimentos voltados para o crédito a longo prazo, direcionado (BNDE, Banco do Nordeste do Brasil e Banco Nacional de Crédito Cooperativo); sociedades de financiamento e investimento;[7] caixas econômicas e sociedades de investimento (fundos de participação).

O número de agências, por essa época, expandiu-se razoavelmente e determinadas praças detinham elevado número de lojas bancárias, o que costumava acarretar, entre tantos inconvenientes, o aumento de pessoal não suficientemente treinado, dificuldades no setor de comunicação interdepartamental e excesso de homens em trânsito (Raul Pinto de Carvalho [10]). Dentro deste processo surgiram construções suntuosas e que provocaram, mais tarde, sensível aumento dos custos bancários, influindo na elevação do imobilizado dos bancos, que a prática demonstrou ser um dos fatores mais determinantes das dificuldades por que passaram aquelas instituições.

Com Eugênio Gudin na pasta da Fazenda (Governo Café Filho) a ação da SUMOC demonstrava a preocupação em reduzir a multiplicação monetária. Além da redução dos juros para depósitos à vista — como uma forma de desincentivo à formação de poupança em um ativo de alta liquidez — através da Instrução 105, de 14.10.54, procedeu-se, também, logo em seguida, à elevação dos percentuais de depósitos compulsórios (Instrução 108, de 22.10.54). O despreparo de certos bancos para manter razoáveis níveis de liquidez provocou um "descompasso financeiro" no sistema, ensejando boatos insustentáveis que levaram a comunidade a uma situação de pânico bancário, por uma corrida do público aos saques, principalmente em São Paulo, obrigando as autoridades a determinarem 3 dias de feriado bancário após a adoção daquelas medidas (Banco do Brasil [5, p. 161]).

No período de 1949 a 1956 o número de sedes de bancos reduziu-se de 412 para 395, num processo moderado de concentração. O número de agências, no entanto, como já vimos, cresceu apreciavelmente (de 1.677 para 3.147 unidades, excluídas as do Banco do Brasil). (Conjuntura Econômica [13, p. 50])

No governo Juscelino, a partir de 1956, o processo de concentração assumiria maiores proporções. Poucos bancos, em verdade, tinham condições de suportar a pressão dos custos operacionais sem ferir o mutuário com a cobrança de alta taxa de juros. Como estas estavam limitadas pela conhecida Lei da Usura, muitas vezes a saída encontrada pelos

---

Apesar de a primeira sociedade dessa espécie haver sido criada em 1946, somente em 1962 o total de aceites cambiais atingiu um nível significativo, qual seja, 5% dos empréstimos dos bancos comerciais (Conjuntura Econômica [12, p. 120]).

bancos foi o incremento das operações através de "financeiras", utilizada a colocação de letras de câmbio com deságio.

Detenhamo-nos melhor nesse processo. O incremento da inflação trouxe consigo a especulação imobiliária e a expansão desordenada do sistema.

> "Desse modo, a rede bancária chegou a contar com mais de 400 casas matrizes, muitos estabelecimentos sendo meros agentes financeiros de grupos econômicos, cujos dirigentes eram em muitos casos totalmente alheios às mais elementares normas da economia e da técnica bancária" (Gastão E. B. Vidigal [25, p. 11]).

Nesta época, muitas vezes, a formação de "grupos" dava-se nesse sentido, com alguns empresários pouco ligados ao setor financeiro fazendo tentativas de carrear recursos para suas organizações. Não se pode entender tal fenômeno como um desempenho significativo que resultasse numa articulação mais estável de unidades dos setores real e financeiro.

Como contrapartida da excessiva facilidade inicial com que havia sido autorizada a constituição de grande número de estabelecimentos, as autoridades monetárias procuraram impor normas mais severas, inclusive com vistas ao combate à inflação. Dentre numerosas normas destacava-se, pela amplitude de conseqüências, a limitação da taxa de juros, oriunda da Lei da Usura, que recaiu quase exclusivamente sobre os bancos comerciais.

> "A providência resultou na fuga de depósitos a prazo e na redução do volume da poupança voluntária global, fazendo agravar-se o desajustamento monetário, não só por faltar remuneração adequada às economias privadas, como também porque a própria inflação estimulava a elevação dos gastos de consumo e as atividades especulativas. De outra parte, mal remunerados os empréstimos, ficaram os bancos tolhidos em sua capacidade creditícia (...)" (Vidigal [26, p. 12]).

Surgiram então expedientes pouco recomendados, como as chamadas "operações triangulares"[8] e outros recursos condenáveis, como as excessivas imobilizações e a má orientação creditícia, que, na década de 50, provocaram numerosos casos de liquidação de bancos. Tais fatos ensejaram a imposição de normas mais rigorosas às instituições restantes. A Circular nº 21, de 11.10.56, da SUMOC, além de propor medidas para eliminação definitiva da prática irregular das "triangulares", abriu possibilidades à colaboração dos fiscais do Imposto de Renda para examinar a escrita dos bancos e racionalizou o exame dos documentos contábeis dessas instituições. Essas normas, por seu turno, provocaram o início do chamado "expurgo", com a eliminação de grande número de instituições do sistema.

Com o objetivo de aproveitar corretamente as poupanças (desviadas para a ilegalidade) e resolver o problema do financiamento de bens de consumo, foi constituída uma sociedade de financiamento e investimento de âmbito nacional, introduzindo no país em larga escala o aceite bancário. As "financeiras", que em 1952 eram em número de 52, passaram a 64 em 1958, passando a SUMOC a controlar mais rigorosamente o seu funcionamento (Circular nº 33, de 07.05.58). A relação entre aceites cambiais e empréstimos ao setor privado dos bancos comerciais (aceites/empréstimos) que não atingia 1% naquele último ano, passou a elevar-se gradativamente, chegando a 11% em 1964 (Conjuntura Econômica [12, p. 120]).

O número de estabelecimentos bancários reduziu-se de 395 para 351 no período entre 1956 e 1960 (Conjuntura Econômica [13, p. 50]).

No governo João Goulart houve um maior volume de recursos disponíveis em mãos do sistema financeiro e as instituições promoveram mais intensamente o processo de concentração bancária. As sedes, que eram de 341 em 1961 reduziram-se para 328 em 1964. As sociedades de crédito, financiamento e investimentos, por seu lado, cresceram para 134 naquele último ano (Conjuntura Econômica [13, p. 50] e Banco Central do Brasil [3]).

A SUMOC, por essa época, dificultando a concessão de cartas-patentes para os bancos, provocou, de alguma forma, o fortalecimento dessas instituições, ensejando a possibilidade de criação de grupos financeiros.

O SISTEMA FINANCEIRO APÓS 1964. OS MARCOS REGULAMENTARES PARA A FORMAÇÃO DE GRUPOS FINANCEIROS E CONGLOMERADOS

A primeira fase da evolução institucional do sistema, a que fizemos referência no início do tópico anterior, qual seja, a fase da participação quase exclusiva dos bancos comerciais na esfera financeira corresponde, de modo geral, aos fatos compreendidos entre o pós-guerra e o final da década de 50. A partir daí, surge uma fase de transição com a importância crescente das "financeiras". Mas a segunda fase, caracterizada pela especialização marcante das instituições, somente ocorre após 64, ensejando, quase paralelamente, a terceira etapa, a mais recente, a do grupamento de instituições financeiras em torno de um núcleo central,

[8] Pela ação de intermediários profissionais, as pessoas que dispunham de poupanças a aplicar obtinham rendimento complementar que recebiam diretamente do tomador do empréstimo. Os bancos figuravam como simples intermediários, isto é, coletadores de depósitos e realizadores dos empréstimos, escriturados apenas às taxas permitidas.

em geral o banco comercial. Essa entidade já acumulara experiência técnica e administrativa — naturalmente proporcional à sua potencialidade econômica — o que lhe valeu a higidez necessária para resistir aos embates do mercado e fôlego para incorporar sociedades outras ou grupamentos mais débeis. Sedimentados, nesta terceira fase, os "grupos financeiros", passaram a ocorrer com mais intensidade as interligações entre as unidades da "esfera real" e "financeira", com iniciativa desta última. Não se caracterizará este fenômeno como pertencente a uma "quarta fase". São situações ainda novas, ocorridas dentro de um variado quadro experimental e sujeitas, portanto, às limitações regulamentares, que refletem as próprias possibilidades dessas iniciativas empresariais.

As autoridades monetárias no ano de 1964 voltam-se para a busca de soluções a médio prazo, que proporcionassem maior fluxo de recursos para operações de crédito e geração de recursos não-monetários, através do aumento da poupança financeira bruta. Mas foi a conseqüente criação de instituições especializadas, voltadas para a consecução de operações ligadas aos diversos segmentos da economia que resultou, pelo esforço dos bancos comerciais, na formação em larga escala de "grupos financeiros".

Vejamos os suportes legais dessas medidas. A ação é iniciada a partir da Lei nº 4.357, de 16.07.64, quando foram criadas as ORTN e introduzido o mecanismo de correção monetária. Uma segunda medida foi a implementação da Lei nº 4.380, de 21.08.64, criando o Plano Nacional de Habitação e o BNH, envolvendo, ao longo do tempo, uma gama de entidades voltadas para a captação da poupança destinada à compra de casa própria.

A Lei nº 4.595, de 31.12.64, denominada Lei da Reforma Bancária, ao contrário do que se costuma escrever, teve seu projeto discutido em 1963, durante o governo João Goulart, embora se incorporasse às modificações de ordem econômica daquele ano. O último projeto que deu ensejo à Lei foi lido em 05.04.63 (Diário do Congresso Nacional [14]), tendo andamento normal durante os anos de 63 e 64. Em 16.09.64 foi aprovada a redação final (Brasil [6]).

Já os objetivos da Lei 4.728, de 14.07.65, foram no sentido de criar um conjunto de instituições financeiras especializadas, as quais, por sua vez, contariam com um elenco completo de papéis, que lhe favorecessem captar recursos no mercado.

> "A criação de novos tipos de instituições financeiras e de instrumentos de captação de poupança apoiou-se em argumentos tecnicamente válidos. O que, no entanto, não tem qualquer justificativa técnica é o fato de não se haver permitido também aos bancos comerciais armarem-se de instrumentos eficazes para disputar, com as outras instituições, a captação de recursos no mercado." (Vidigal [25, p. 245]).

Diante dessas dificuldades é que alguns bancos comerciais, que detinham a necessária higidez patrimonial, tomaram a iniciativa de assumir o controle de outras instituições especializadas.

Neste momento, se algumas condições seriam criadas para a formação de grupos financeiros e conglomerados outras não seriam removidas. Particularmente os bancos comerciais ficaram muito limitados em suas operações com empresas onde tinham titulares comuns e participação acionária superior a 10%. O artigo 34 da Lei 4.595 impunha restrições à concessão de empréstimos a sociedades "ligadas", assim entendidas aquelas de que participassem o Banco e seus administradores e acionistas em escala superior a 10% do capital social. As empresas que participassem do Banco na mesma escala também ficavam impossibilitadas de obter empréstimos.

Estas vedações não se encontravam apenas na lei. O Conselho Monetário Nacional deu à luz documentos regulamentares que complementavam as proibições. Não se poderia conceder empréstimos a empresas de cujos capitais participassem, preponderantemente ou ponderavelmente, pessoas, firmas, grupos ou *holdings* com semelhante influência no capital do banco, salvo no caso de negociação de duplicatas e em montante nunca superior a 0,5% (meio por cento) do total dos empréstimos. Idêntica proibição abrangia a empresa cuja diretoria fosse, no todo ou em parte, a mesma do banco comercial (Banco Central do Brasil [1]).

As determinações regulamentares objetivavam assim vedar ainda mais o carreamento de recursos para sociedades "ligadas".

Em verdade, podemos distinguir na legislação e regulamentos pertinentes disposições que dificultaram e ainda dificultam a formação de "grupos financeiros" e "conglomerados" como também aquelas que proporcionam direta ou indiretamente condições para o surgimento daquelas formações.

As normatizações que procuraram fortalecer o sistema e, indiretamente, contribuíram para eliminar entidades economicamente mais débeis ensejaram um reajustamento da rede bancária, com o processo de fusão e incorporação de unidades e grupos. No mesmo sentido atuou a política de redução das taxas de juros.[9]

---

[9] As principais fases de taxas administradas podem ser assim resumidas: taxas declinantes, de 1968 a 1973, em que o custo para operações de 60 dias ou mais reduziu-se de 2,2% para 1,3%; taxas ascendentes, a partir de 1974, culminando com a liberação em 1976 (Miguel Salomão [23]).

Essas considerações nos remetem à questão da sobrevivência dos pequenos bancos. Tais entidades, embora utilizassem uma prática operacional onerosa, haviam subsistido à concorrência das unidades maiores graças, em grande parte, ao processo inflacionário das duas décadas anteriores. A política antiinflacionária, que teve como componente importante a redução da taxa de juros a partir principalmente de 1968, deu início ao acelerado processo de fusão e incorporação, pois as pequenas instituições não puderam ou souberam adaptar-se às novas regras do jogo.

> "As autoridades governamentais, antevendo a possibilidade de substanciais economias de escala na atividade financeira deram beneplácito ao processo de agregação desencadeado entre os bancos comerciais" (Conjuntura Econômica [13, p. 46]).

As autoridades estaduais, ou, em alguns casos, pessoas e grupos influentes junto aos setores econômicos dos estados, viram com certo receio o processo de incorporação de seus bancos regionais privados. Esse temor era calcado no fato de que, em épocas de restrição de crédito, fosse ele concedido apenas em áreas onde se localiza o centro de decisões dos bancos incorporadores. Os bancos regionais, isto é, com sede e grande parte de suas agências localizadas em um só estado, diminuiram drasticamente de número. No Estado do Rio (antes da fusão), por exemplo, onde os bancos regionais existiam em número razoável, observou-se o seu completo desaparecimento, só restando o banco oficial, que hoje se inclui entre os maiores do país. Atualmente, o mais comum é a convivência, em grande parte dos estados, dos bancos de porte nacional com os bancos oficiais, que, em alguns casos, lideram grupo financeiro.

Como resultado da política de fusão e incorporação, o número de bancos passou de 328 em 1964 para 161 em 1971 (Conjuntura Econômica [13, p. 50]).

O processo de concentração atingiu assim o seu "pique" e o problema foi tratado em diversos trabalhos e congressos, com maior ou menor aceitação de parte do empresariado financeiro. Em artigo de certa repercussão à época, foi listado um grande número de economias de escala que poderia beneficiar os grandes bancos resultantes da absorção ou fusão com bancos menores, quais sejam, aumento de rapidez, em conseqüência do desempenho repetitivo de tarefas padronizadas; melhor aproveitamento da capacidade instalada; aproveitamento de equipamentos indivisíveis, pela necessidade de existência de um volume crítico mínimo para adoção de sistemas avançados; capacidade para pesquisa e desenvolvimento de novas técnicas; dimensionamento ótimo de caixa e conseqüente programação; poder de mercado e maior penetração geográfica pela aglutinação (Luiz de Carvalho e Mello [17]).

Justamente nesta oportunidade, os pequenos bancos tiveram muitas dificuldades em comprar equipamentos avançados, necessários para aumentar a produtividade e suportar a concorrência. Essas dificuldades levava-os quase sempre à venda de seu controle acionário.

A fusão foi seguida, a partir de 1971, de uma intensificação no processo de aglutinação das empresas que operavam nas diversas atividades financeiras. A possibilidade de economias de escala, defendida para a fusão dos bancos comerciais, ficou mais atraente no caso da consolidação de empresas que operavam em diversos ramos.

Basicamente, os grupos financeiros, ao tempo que mantêm a especialização nas atividades-fins das instituições, permitem o agrupamento das atividades-meio (processamento, transporte, gráficas) em empresas especializadas, que passam a oferecer tais serviços a todas as instituições financeiras e não-financeiras do grupo ou conglomerado.

Algumas empresas especializadas, como as gráficas, além de prestarem serviços às empresas do mesmo grupo, passam, quando naturalmente possuem potencial para tanto, a executar trabalhos para outros grupos que não possuem tal atividade. Isso é possível graças à especialização que se dá, pois estão inteiramente voltadas para a rotina das instituições financeiras. Compreende-se que levem nítida vantagem no mercado, pois estão familiarizadas com os padrões e atentas a qualquer modificação regulamentar.

Como se viu, a experiência no Brasil mostra que os principais grupos se formaram em torno de um núcleo central, e os bancos comerciais assumiram, em geral, o papel de matrizes.

Realmente, a maior parte dos grupos financeiros, inclusive aqueles que se irradiam para a esfera real da economia, estão sob sua liderança e muito poucos sob a dos bancos de investimento.

De 1971 até o presente as rearticulações havidas no sistema financeiro redundaram na situação seguinte:[10] dos estabelecimentos bancários que publicaram seus balanços no mês de janeiro de 1980 (em número de 105), cerca de 35 constituem bancos comerciais isolados, sem participação relevante em outras instituições financeiras ou empresas comerciais e industriais;[11] em geral, são bancos regionais pri-

[10] Os dados foram tirados das Notas Explicativas publicadas por ocasião dos balanços (Revista Bancária Brasileira [22]).

[11] Com respeito ao investimento relevante em outras sociedades dispõe a Lei das S.A. (art. 248) que as Notas Explicativas deverão conter informações precisas sobre as sociedades coligadas e controladas. A Lei, contudo, não exige informação sobre a percentagem de participação, informação que não deveria porém ser omitida (Carvalhosa & Latorraca [11, p. 10]).

vados (21 estabelecimentos), havendo, ainda, bancos regionais oficiais (11 estabelecimentos) e 3 bancos estrangeiros.

Existem 16 bancos comerciais liderando grupos financeiros integrados. Lembramos que esses grupos financeiros, como conceituamos, não estariam ligados, através de participação significativa, a empresas comerciais e industriais.

No sistema financeiro, observam-se vários grupos que, além de um sistema financeiro integrado, possuem ainda empresas desenvolvendo atividades complementares.

Liderados pelos maiores bancos comerciais, existem 10 grupos financeiros que irradiam suas atividades para a esfera real da economia. A estrutura desses "conglomerados" está moldada pelas determinações regulamentares em vigor.

Os restantes estabelecimentos apresentam situações as mais variadas, sendo a mais comum a sua associação com certas instituições financeiras, que não permite caracterizar a existência de um "grupo". É notória, também, a existência de bancos comerciais ocupando posição secundária dentro do "grupo".

A articulação entre o setor financeiro e o setor real está restringido por marcos legais e regulamentares. Esses marcos estabelecem as possibilidades de grupamento de empresas através, principalmente, da regulamentação da política de empréstimos, de participação acionária e de imobilizado das instituições financeiras.

No que se refere à política de empréstimos, vimos como a Lei da Reforma Bancária, em seu artigo 34, limita a concessão de empréstimos a empresas ligadas.

As participações de capital com recursos próprios está regulamentada pelas autoridades monetárias (Banco Central do Brasil [1]). Somente é concedida autorização para os bancos comerciais (ou de investimentos) participarem do capital de outras empresas quando se tratar de:

a) empresas que prestem permanentemente serviços técnico-profissionais (inclusive em assuntos econômico-administrativos);

b) empresas produtoras de mercadorias consumíveis permanentemente pelo banco participante;

c) empresas transportadoras ou encarregadas de serviços de comunicação;

d) empresas de notório interesse econômico ou público, criadas pelos governos federal, estadual ou municipal;

e) empresas de seguro (uma única);

f) armazéns gerais e silos;

g) sociedades anônimas localizadas no Nordeste ou na Região Amazônica, desde que a participação represente investimentos efetuados em conformidade com o Plano Diretor da SUDENE (Lei 3.995, de 14.12.61) e SUDAM (Banco da Amazônia [4]); e

h) empresas comerciais exportadoras nacionais.

Os bancos também poderão aplicar recursos oriundos de incentivos fiscais (programas da SUDEPE, EMBRATUR e de florestamento).

O exame dos componentes dos conglomerados revelam a existência de companhias de seguro, de *leasing*, de informática, de processamento de dados, de administradoras de bens, de gráficos, de armazéns gerais, de empreendimentos agropecuários e florestais, de hotéis e turismo, de comissárias, de empresas comerciais exportadoras e até de indústrias químicas, petroquímicas e alimentícias. Os contornos dessas formações são estabelecidos, portanto, pela própria regulamentação.

As limitações não dizem respeito, apenas, à natureza dos elementos componentes. As formas que assumem as participações são também estabelecidas pelas autoridades monetárias. Com relação aos bancos comerciais, "não é admitido deter participações recíprocas de capital, nem interligações sucessivas, num conjunto de instituições financeiras que integrem um mesmo 'grupo econômico', só uma delas, a principal, pode participar do capital das demais, não sendo permitida a participação sucessiva, alternada ou combinada de uma no capital das outras" (Banco Central do Brasil [1]).

No que se refere à política de imobilizações, algumas determinações regulamentares são favoráveis ao estabelecimento de grupos financeiros e formações mais amplas. O índice de imobilizações tradicionais[12] não pode superar, em nenhuma hipótese, 70% (setenta por cento) dos recursos próprios não comprometidos do banco comercial. Já o índice de imobilizações tecnológicas e financeiras pode ocupar a faixa diferencial entre o percentual das imobilizações tradicionais e 100% (cem por cento) dos recursos próprios não comprometidos do banco comercial. Por imobilizações tec-

[12] São consideradas imobilizações tradicionais, em grandes linhas, títulos, inclusive estaduais e municipais; ações e obrigações, excluídos certos casos específicos; bens, imóveis de uso, reavaliação de ditos imóveis, imóveis em construção, móveis e utensílios, almoxarifado, instalação da sociedade.

nológicas entende-se os sistemas de comunicação, de mecanização avançada, de segurança, e, o que deve ser frisado, a participação do Banco em outra instituição financeira diferente, "com vista à formação de conglomerados financeiros", a participação do banco no capital de companhia de seguro e em ações de empresas de processamento de dados, serviços de comunicações e de segurança bancária.

Como já observara, desde 1971, um diretor executivo de empresas a respeito da questão:

> "A Resolução 184 me parece que modificou a situação, tirando do capital imobilizado esse fator de dinamização do sistema bancário. Exatamente por isso é que em minha opinião a 184 definiu a filosofia governamental no sentido de estímulo à criação de grupos. Com isso o Governo incentivou os grupos financeiros que, através de uma série de formas, montavam *holdings* a fim de participar de outras empresas. Ele autorizou os bancos a participarem formalmente de outras empresas."[13] (Diniz [15]).

CONCLUSÃO

Já foram dados quase todos os passos pelas autoridades monetárias para a formação de grupos financeiros, existindo, na maior parte deles, uma relação estável entre seus componentes. Essa fase estaria praticamente cumprida e as disposições regulamentares parecem refletir uma filosofia que pertence, ao mesmo tempo, a grande parte do empresariado do setor. Na quase totalidade dos casos, os grupos financeiros são liderados pelos bancos comerciais que, por tradição, mantêm em termos organizacionais larga dianteira sobre as demais empresas, fruto também de uma legislação ampla a que foram submetidos todos esses decênios e que os levou a sistemas avançados de trabalho e a elevado aperfeiçoamento técnico, condição que, aliada à higidez patrimonial, tornou possível a incorporação de bancos menos eficientes e, paralelamente, a assunção do controle de outras instituições especializadas.

As lideranças dos bancos de investimentos, em poucos casos, se explicam pelo fato de bancos comerciais de pequeno porte terem sido absorvidos por grupos financeiros que antes não contavam com tais estabelecimentos. Esses bancos comerciais ocupam ainda posição secundária dentro dos grupos, embora tendam a assumir cada vez mais maior importância.

Se os grupos financeiros estão sedimentados, cabendo aos observadores verificar o grau de integração, que pode ser observado até pelo espaço físico em que operam, não se pode dizer o mesmo dos conglomerados. Embora tenhamos, naturalmente, associações de grupos financeiros com empresas comerciais, industriais e agropastoris, os passos no sentido de uma maior integração de unidades do setor real e financeiro ainda estão incertos. Observação empírica do sistema irá revelar como as articulações dos grupos financeiros com outras empresas se limitam a certos tipos particulares de empreendimentos no setor comercial e industrial, promovidas por estímulos governamentais e controladas pelas autoridades monetárias através de complexa regulamentação.

É preciso não perder de vista o fato de que as determinações legais quanto à política de empréstimos dos bancos comerciais e de investimentos são limitativas e as determinações regulamentares no campo da política de participações e do imobilizado situam as formações empresariais dentro de uma moldura pré-estabelecida.

Isso não significa que, principalmente com relação aos grandes grupos, não esteja crescendo, dentro do quadro a que nos referimos, a importância das empresas situadas na "esfera real".

De qualquer forma, é certo que estamos começando a visualizar um excelente campo experimental com essas formações. Esclarecer a questão dos "conglomerados" é esclarecer em boa parte os rumos da economia brasileira.

[13] A Resolução nº 184 já foi codificada (Banco Central do Brasil [1]).

BIBLIOGRAFIA

1 BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Manual de normas e instruções.* Bancos comerciais. Normas operacionais. Brasília.

2 ———. *Manual de normas e instruções.* Bancos de investimentos. Normas operacionais. Brasília.

3 ———. *Relatório 1970.* Brasília, maio 1971.

4 BANCO DA AMAZÔNIA S. A. *Legislação desenvolvimentista.* Belém, Departamento de Estudos Econômicos, 1969.

5 BANCO DO BRASIL S. A., Rio de Janeiro. *Relatório apresentado à Assembléia Geral Ordinária dos Acionistas em 25 de abril de 1955.* Rio de Janeiro, 1955.

6 BRASIL. Congresso. Câmara dos Deputados. *Ficha de sinopse.* Projeto nº 15, de 05 abr. 1963. Brasília.

7 ———. *Projeto n. 104-A-1950;* reforma o sistema bancário nacional. Rio de Janeiro, Impr. Nacional, 1953.

8 BRASIL. Leis, decretos, etc. *Lei das sociedades por ações.* São Paulo, Atlas, 1978.

9 CAMERON, Rondo E. *Banking in the early stages of industrialization: a study in comparative economic history.* New York, Oxford Univ. Press, 1967.

10 CARVALHO, Raul Pinto de. A problemática da elevada taxa de juros na rede bancária e soluções para sua redução a longo prazo. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE BANCOS, 6., Recife, 1961. *Anais.*

11 CARVALHOSA, Modesto & LATORRACA, Nilton. *Comentários à lei de sociedades anônimas.* São Paulo, Saraiva, 1978. v. 6.

12 CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro, FGV, v. 23, n. 10, out. 1969.

13 ———. Rio de Janeiro, FGV, v. 27, n. 1, jan. 1973.

14 DIÁRIO DO CONGRESSO NACIONAL. Brasília, 06 abr. 1963. 4ª Coletânea.

15 DINIZ, Arthur Chagas. Estamos criando as condições para formar os conglomerados. *O Globo,* Rio de Janeiro, 29 nov. 1971. Economia.

16 FONSECA, Justo Pinheiro da. Discurso de abertura. In: CONGRESSO NACIONAL DE BANCOS, 8., Brasília, 1971. *Anais.* Brasília, Federação Nacional de Bancos, 1971.

17 MELLO, Luiz de Carvalho e. Ao longo do tempo a concentração. *Jornal do Brasil,* Rio de Janeiro, 31 mar. 1972. Suplemento Econômico.

18 MELLO, Pedro Carvalho de. Bancos estaduais de desenvolvimento: conflitos de objetivos e a estratégia de atuação regional. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais,* Rio de Janeiro, IBMEC, v. 4, n. 12, pp. 337-58, set./dez. 1978.

19 NEUHAUS, Paulo. *História monetária do Brasil 1900-45.* Rio de Janeiro, IBMEC, 1975.

20 OLIVEIRA, Geraldo de Beauclair. *A evolução do sistema financeiro na época Vargas.* Rio de Janeiro, UFF. Instituto de Ciências Humanas e Filosofia, 1974. |Tese|

21 PURIFICAÇÃO, Carlos Alberto da. *Consolidação de balanços.* São Paulo, Atlas, 1979.

22 REVISTA BANCÁRIA BRASILEIRA. Rio de Janeiro, a. 48, n. 565, jan. 1980.

23 SALOMÃO, Miguel. *O Banco Central e o aperfeiçoamento do crédito geral.* |Tese|

24 TAVARES, Maria da Conceição. *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro:* ensaios sobre economia brasileira. Rio de Janeiro, Zahar, 1972.

25 VIDIGAL, Gastão Eduardo Bueno. A desinflação brasileira e os bancos comerciais. In: CONGRESSO NACIONAL DE BANCOS, 8., Brasília, 1971. *Anais.* Brasília, Federação Nacional de Bancos, 1971.

26 ———. *O sistema bancário brasileiro.* Ontem, hoje e amanhã. São Paulo, Revista dos Tribunais, 1973.

O IBMEC e a APEC
comunicam o lançamento do mais completo trabalho já produzido
sobre abertura de capital no Brasil

MANUAL DE ABERTURA DAS COMPANHIAS

Ari Cordeiro Filho

- *O que é abrir o capital de uma empresa?*
- *Quais os requisitos mínimos para abertura?*
- *Quais as características do contrato de* underwriting*?*
- *Como registrar a companhia na CVM e nas Bolsas?*

E mais:

- *Os aspectos legais e econômicos, a publicidade e inúmeras outras questões relacionadas ao processo de abertura.*

Preço de Lançamento
Cr$ 1.000,00

Uma realização ABRASCA/CODIMEC

sac/ibmec

Queira preencher o formulário e remetê-lo ao: **INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS — IBMEC** — Av. Beira Mar, s/nº — Anexo ao MAM — CEP. 20021 — Rio de Janeiro — ou Caixa Postal nº 6047 ou 6062 — CEP. 20145 — RJ — Brasil

Sim desejo receber . . . . . exemplar(es) do Manual de Abertura das Companhias ao preço especial de lançamento — Cr$ 1.000,00.
Anexo — Cheque Nominal ao IBMEC nº . . . . . do Banco . . . . . .
Nome ou Razão Social . . . . . .
End.: . . . . . Cidade . . . . . Est. . . . . CEP . . . . . .
C.G.C. . . . . INSC. . . . . .
(Quando em nome da Empresa)

Assinatura

Os Imóveis como Forma de Investimento

Pedro Carvalho de Mello *

Este artigo objetiva analisar o funcionamento do mercado de imóveis do ponto de vista do investidor individual. Examina os condicionantes microeconômicos da oferta e da demanda, a formação de preços, a determinação do valor do uso do solo urbano para fins residenciais, os fatores que afetam o mercado de imóveis como forma de investimento, os investimentos em imóveis assim como os imóveis versus *ações.*

This article analyses real estate market performance from the point of view of the individual investor. It also examines microeconomic conditions of supply and demand, price formation, the determination of usage value of urban property for residential purposes, the factors affecting the real estate market as a form of investment. The article also considers the characteristics of real estate investment in comparison with those of common stocks.

TERRA X BOLSA

Enquanto o preço das ações na Bolsa sobem e descem, os preços dos imóveis só caminham para cima. Terra, terreno chão é um produto que foi descontinuado. O que existe, é o que está aí. Não se fabrica mais. Como a população não pára de crescer o resultado é que o preço da terra não vai parar de subir.

A angústia do sobe e desce da Bolsa não compensa. Terra compensa. Compre um magnífico terreno ou casa no Recreio, garanta o futuro de seu investimento e dê uma folga ao seu miocárdio porque ele não é de ferro. Ligue para 287-8623 CRECI 5496.

(anúncio publicado em jornal de grande circulação, edição de 11 de Novembro de 1979)

INTRODUÇÃO

Pretendemos neste artigo analisar o funcionamento do mercado imobiliário, do ponto de vista do investidor individual, no que diz respeito à utilização de imóveis como forma de investimento. Para esse fim, elegemos os imóveis residenciais urbanos como o objeto principal de estudo, o qual utilizará conceitos e instrumentos provenientes do quadro analítico da teoria do uso do solo urbano.

Examinaremos também, no final deste trabalho, a comparação entre imóveis e ações como forma de investimento. Duas razões principais nos levam a crer que o mer-

* Pesquisador Sênior do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais — IBMEC. O autor agradece a colaboração de Jane Maria Medeiros, Assistente de Pesquisa deste Instituto, e Paulo de Tarso Medeiros, da Comissão de Valores Mobiliários. Agradece também ao quadro técnico do IBMEC pelas críticas e sugestões apresentadas a uma versão anterior deste trabalho. Os erros e omissões que porventura permaneçam são de responsabilidade do autor. As opiniões expressas neste artigo refletem pontos de vista do autor, e não necessariamente do IBMEC.

cado imobiliário deva ser assunto de grande interesse para a área de conhecimento do mercado de capitais.

Em primeiro lugar, os 2 ativos (imóveis e ações) são competidores tradicionais no mercado de captação de poupança. Com efeito, os imóveis urbanos têm sido utilizados como uma importante forma de retenção de riqueza do setor privado no Brasil, constituindo uma reserva de valor alternativa à posse de ações.

Em segundo lugar, o mercado imobiliário pode atuar de maneira complementar ao mercado de ações. As tendências mais recentes observadas nos mercados de ações dos Estados Unidos e da Inglaterra mostram vários exemplos de interdependência com o mercado imobiliário. Os Fundos de Pensão e as Seguradoras, os mais importantes investidores institucionais no mercado de ações desses países, administram importantes carteiras de ações e imóveis. Do mesmo modo, as grandes corretoras americanas, como a Merrill Lynch, buscam uma participação ativa no mercado imobiliário.[1] Também nos Estados Unidos, já está em funcionamento a Bolsa de Imóveis da AMREX (American Real Estate Exchange), organizada como uma Bolsa de Valores, funcionando como um mercado central de transações.[2] Nesse país, há ainda um forte mercado de títulos hipotecários organizado, contando inclusive com um mercado secundário.

Finalmente, mesmo no Brasil, começam a surgir propostas que de certa forma relacionam os 2 mercados. Há 2 anos foi proposta a criação de bônus patrimoniais. Como noticiava O Globo,[3] esses títulos objetivavam dar representatividade ao direito de construir (dissociando-o do direito de propriedade), bem como servir de instrumento para a conjugação do mercado mobiliário com o imobiliário. Também a regulamentação de Seguradoras, Fundos de Pensão e outros Investidores Institucionais do Mercado de Ações no Brasil pretende criar regras explícitas quanto à aplicação de recursos nos mercados acionário e imobiliário.

Com o objetivo de analisar o mercado imobiliário, especialmente os aspectos de investimento e de relacionamento com o mercado de ações, apresentamos primeiramente a microeconomia do mercado imobiliário, expondo o processo de determinação de preços das terras e dos prédios, assim como discutindo os principais aspectos determinantes da oferta, demanda e equilíbrio deste mercado. Em segundo lugar, analisa-se a determinação do valor do uso do solo urbano para fins residenciais. A seguir, discute-se a maneira pela qual alguns fatores, tais como a legislação do uso do solo, o planejamento urbano e o investimento em transportes, assim como alguns processos, os de urbanização, inflação e crescimento populacional, afetam esse mercado. Ademais, examina-se o problema da tributação, principalmente quando sua finalidade é coibir a especulação imobiliária e atrair recursos para o mercado de capitais. Em seguida, analisa-se especificamente os condicionantes econômicos de os imóveis serem considerados uma forma de investimento. Posteriormente, é feito o confronto dos principais aspectos de similaridade da aplicação de poupança entre o mercado imobiliário e o mercado acionário, assim como das diferenças principais em termos de risco, retorno e liquidez. Finalmente, procura-se salientar alguns aspectos pertinentes a uma contribuição socialmente eficiente do mercado de ações e do mercado imobiliário para o desenvolvimento econômico do país.

MICROECONOMIA DO MERCADO IMOBILIÁRIO

Num conceito abrangente, o mercado imobiliário é constituído por terras e prédios localizados em áreas rurais e urbanas. Para um exame deste mercado como forma de investimento, entretanto, convém reduzir o âmbito dessa definição, a fim de incluir especificamente o mercado imobiliário residencial urbano. Com efeito, os imóveis rurais, embora com natureza econômica semelhante aos imóveis urbanos, apresentam algumas peculiaridades, relacionadas principalmente à sua utilização produtiva para fins agrícolas, que complicam sua análise como reserva de valor. Ademais, o solo urbano é ocupado por residências, estabelecimentos industriais e comerciais, serviços públicos, equipamentos de infra-estrutura de transportes e lazer, bem como diversos outros estabelecimentos do setor terciário. Entretanto, o uso do solo para fins residenciais é, sem dúvida, o mais importante, ocupando em geral 50% das áreas urbanas. Além disso, o tipo de transação mais relevante para a análise do mercado imobiliário como forma de investimento é o que envolve a compra, venda e aluguel de casas e apartamentos, pois ocorre com maior freqüência, e o menos relevante, mas também importante para esta análise, são as transações envolvendo salas comerciais e lojas. Fundamen-

---

1 Como noticia o Time [17], a Merrill Lynch, maior corretora de valores mobiliários dos Estados Unidos, está diversificando suas atividades, e inclusive atuando ativamente no mercado imobiliário.

2 Veja Time [13].

3 Veja O Globo [21]. Com o bônus patrimonial, cria-se um mercado do direito de construir, onde a Prefeitura seria responsável pela emissão do bônus, cujos recursos captados seriam administrados por uma empresa de economia mista, com a participação do Governo e de proprietários de terras. Cada proprietário receberia um bônus patrimonial por metro quadrado de terra possuída, passível de transação.

tado nessas considerações, vamos nos concentrar no estudo do mercado imobiliário urbano para fins residenciais, examinando seus principais aspectos microeconômicos.

CARACTERÍSTICAS BÁSICAS

Os imóveis podem ser definidos como um bem econômico. Entretanto, trata-se de um bem, de certa forma, abstrato (o imóvel não é um recurso consumível, mas, na realidade, um recurso utilizável), pois o que uma pessoa possui quando proprietária de um imóvel é, na verdade, um conjunto de direitos para utilizar essa propriedade em locais específicos, sendo este conjunto de direitos definido e regulamentado pela sociedade.

Em contraste com outros bens econômicos, os imóveis apresentam as seguintes características:

a) localização fixa — três atributos, na realidade, são negociados no mercado imobiliário: terreno, prédio edificado e localização. Entretanto, só existe uma transação e um preço em cada caso. A imobilidade física acarreta diversas conseqüências. O mercado de um determinado imóvel fica dominado por aqueles que demandam e ofertam, numa área geográfica restrita, onde cada imóvel é um substituto imperfeito dos outros. Cada imóvel é portanto um bem **único**, bastante heterogêneo, com um conjunto diferenciado de características quanto ao tamanho, ao tipo e à qualidade de construção, acessibilidade ao centro da cidade, nível social da vizinhança e disponibilidade de uma adequada oferta de serviços públicos no bairro onde se localiza, etc. Ademais, dado que a propriedade está fixa, não podendo mudar de localização, seu valor está sujeito aos efeitos de eventos econômicos, sociais ou políticos que emanam de áreas geográficas maiores, como o bairro, município, estado ou país. Esses eventos são percebidos subjetivamente pelos participantes do mercado imobiliário, que os internalizam, cada um a seu modo, em termos de repercussão sobre o valor que atribuem aos imóveis;

b) vida econômica com longa duração — a terra, ou mais especificamente sua localização, tem uma duração bastante longa. Os prédios usualmente são construídos para durarem 30 anos ou mais. Em conseqüência, a compra de um imóvel representa um investimento de longo prazo, em que o adquirente necessita prever cuidadosamente a espécie e o volume dos benefícios futuros que espera obter. Esta compra requer também uma previsão das despesas que o adquirente espera incorrer na manutenção e administração do imóvel. Com esses elementos previstos, e dado uma taxa relevante de desconto, as receitas líquidas (benefícios menos despesas) podem ser descontadas ao longo do período para estimar o valor presente dos benefícios;

c) tamanho econômico — em termos econômicos, a compra de um imóvel representa, para grande parte das famílias, a maior transação já efetuada em suas vidas, pois em geral, os gastos com habitação representam 25% ou mais dos orçamentos familiares. Duas implicações decorrem desse fato. Em primeiro lugar, a compra do imóvel é vista como um compromisso importante e de longo prazo, sendo significativos a negociabilidade do imóvel (liquidez) e seu potencial de gerar renda explícita (aluguel) ou implícita (como, por exemplo, o aluguel que deixa de ser pago pelo fato de o proprietário do imóvel ocupar o mesmo). Em segundo lugar, as condições de financiamento (volume, prazo, garantias, taxa de juros, correção monetária e outras) desempenham um papel importantíssimo no mercado imobiliário, atuando como um dos determinantes da viabilidade do investimento, bem como alertando as famílias para os aspectos financeiros embutidos na transação; e

d) natureza pública e privada — finalmente, o imóvel é um bem de natureza dual, pois possui, além da sua dimensão de bem privado, uma natureza pública. Como é permanente, não podendo ser criado ou destruído em seus componentes de terra e localização, e já que nenhuma geração pode esgotar seus serviços, a geração presente tem o dever social de usá-lo, tendo em vista que também o será pelas gerações futuras. Ademais, seu valor, particularmente nas cidades, é em grande parte criado pelo fenômeno social da urbanização, como será visto adiante.

OFERTA DE SERVIÇOS NO MERCADO IMOBILIÁRIO

O esquema da oferta de serviços no mercado imobiliário difere bastante do esquema de oferta da maior parte das mercadorias transacionadas no mercado. Para fins de análise, pode-se dividi-lo em 2 grandes segmentos: a oferta a curto prazo e a oferta a longo prazo.

A diferença se deve ao fato de, a curto prazo, e dado um aumento na demanda, a oferta de imóveis não poder se expandir significativamente em termos de construções ou serviços para responder a este estímulo. As condições subjacentes de oferta — estágio de tecnologia da produção, disponibilidade de materiais de construção e mão-de-obra qualificada, existência de equipamentos adequados da infra-estrutura física e social, bem como o sistema de transportes — permanecem praticamente constantes nesse período. A oferta pode crescer através de outros meios, como por exemplo a sublocação de quartos ou o aluguel de vagas, a

subdivisão de residências para permitir a moradia de mais de uma família, a existência de mais de uma família na mesma moradia, etc. Estes expedientes, no entanto, são limitados e não conseguem deter, havendo o aumento na demanda, a alta dos preços a curto prazo.

A longo prazo, a resposta do mercado é diferente. Com o aumento dos preços e dos lucros a curto prazo, existem grandes incentivos para se iniciar novas construções, tornando-se a oferta mais elástica. As condições restritivas da oferta a curto prazo, mencionadas anteriormente, podem ser superadas na oferta a longo prazo e deixar de constituir pontos de estrangulamento para a expansão da oferta. Muitas vezes ocorre, entretanto, que a resposta da indústria imobiliária a longo prazo é desproporcional ao estímulo da demanda, pois muitos indivíduos e firmas se lançam a construir imóveis ao mesmo tempo. Geralmente, o efeito final é uma queda nos preços, assim como a formação de um estoque de imóveis encalhados. Trata-se, portanto, de uma indústria cíclica.

A característica principal, como vimos, é que a oferta a longo prazo é muito mais elástica do que a curto prazo. Fazendo uma analogia com o mercado de ações, se dividirmos o mercado imobiliário em primário e secundário, constatamos que quando há ganhos de capital a curto prazo, só o mercado secundário (imóveis usados) se beneficia, e quando há perdas a longo prazo, o mercado primário (novas construções) é o que mais se prejudica. Devido aos hiatos existentes entre a capacidade de oferta, que se expande lentamente, e a demanda, que pode subir explosivamente, há um processo crônico de desajustamento, existindo sempre uma **acumulação** de demanda antes de haver mudanças na oferta. O fato que reforça essa tendência é o de haver, devido à natureza do processo de produção na indústria de construção, grandes somas de recursos investidas em qualquer empreendimento antes de a construção realmente começar (planejamento, projeto, compra de terreno, levantamento topográfico, despesas legais, análise de mercado, demolição, incorporação, etc.). Esses custos só são recuperáveis se a construção for completada. Mesmo que o ciclo de preços se reverta, dificilmente o empresário interromperá a obra; fará tudo para completá-la, o que constitui um fator adicional de pressão sobre a oferta.

A DEMANDA POR SERVIÇOS DO MERCADO IMOBILIÁRIO

A demanda por imóveis residenciais urbanos costuma ser mais elástica do que a oferta, ajustando-se com maior rapidez às mudanças nos preços, que é o elemento mais importante deste processo, seguido por outros fatores tais como:

a) o nível de renda e riqueza, bem como sua distribuição pela população. As estimativas empíricas da elasticidade-renda da demanda geralmente encontram valores unitários, ou maiores que um, ou seja, aumentos na renda familiar provocam iguais ou maiores aumentos, respectivamente, na demanda por imóveis;

b) inflação: os valores dos imóveis crescem não só com o nível geral dos preços, mas também com a demanda, representada pela **garantia** que o imóvel simboliza *vis-à-vis* os valores mobiliários não-indexados, como será visto no item Imóveis *versus* Ações como Forma de Investimento;

c) preço dos bens substitutos e complementares aos imóveis, incluindo-se aí os ativos financeiros e outras formas de retenção de riqueza, tais como ouro, diamantes, obras de arte, objetos antigos, etc.;

d) disponibilidade de crédito, principalmente quando as taxas de juros específicas para empréstimos imobiliários são subsidiadas ou não acompanham devidamente a inflação;

e) crescimento populacional e urbanização; e

f) fatores institucionais, políticos e de regulamentação do uso do solo urbano e do mercado de imóveis.

PREÇOS E VALOR DE IMÓVEIS

O preço do imóvel é o resultado da interação das forças de oferta e demanda no mercado, efetuada no contexto de um mercado imobiliário em que suas características peculiares de funcionamento, tal como mostrado no subitem Características Básicas, afetam e condicionam a determinação desse preço.

Em geral, o preço de mercado difere da avaliação subjetiva, ou valor, que cada um dos diversos participantes (compradores, vendedores e intermediários) atribuem ao imóvel. Essa distinção entre preço de mercado e valor do imóvel é básica para uma análise dos imóveis como forma de investimento.

Caso houvesse um mercado imobiliário funcionando perfeitamente, o preço do imóvel seria idêntico ao do mercado. Os requisitos para um mercado perfeito são os seguintes: homogeneidade de produto; um produto divisível em pequenas unidades econômicas; um produto transportável, permitindo a oferta fluir para áreas com excesso de demanda; muitos compradores e vendedores; nenhum comprador ou vendedor suficientemente grande para influenciar de forma significativa o preço de mercado; conhecimento completo de informações pelas partes envolvidas; e concordância de expectativas das partes quanto à probabilidade de ocorrência dos eventos futuros envolvidos na transação.

Vê-se, por tal listagem, que o mercado imobiliário está longe de preencher esses requisitos. Pelo contrário, é um dos mais imperfeitos que existe e um dos mais susceptíveis às mudanças nas condições existentes. As principais imperfeições desse mercado consistem em:

a) pouco giro e desorganização. Em geral, tendo em vista os diversos segmentos do mercado, apenas uma parcela muito pequena do estoque é transacionada num momento qualquer. Além disso, o mercado é desorganizado, permanecendo em constante estado de desequilíbrio, devido principalmente aos seguintes fatores: durabilidade dos prédios; lentidão da indústria imobiliária a curto prazo em responder às mudanças na demanda; despesas e complexidades legais para a transferência da propriedade; tempo de duração dos direitos legais da propriedade imobiliária; poder de influência das autoridades de planejamento, companhias imobiliárias, instituições hipotecárias, construtores e incorporadores sobre os preços de mercado dos imóveis; e processo custoso e dispendioso na procura e aquisição de novos imóveis;

b) fluxo deficiente de informações. Dado que o imóvel objeto de transação tem certas características únicas e também que há uma entrada não muito freqüente tanto de compradores quanto de vendedores no mercado, existe uma acentuada desinformação sobre o produto negociado. Esse fato é mais exacerbado ainda em países que sofrem crônicos processos de inflação, como o Brasil, pois a pouca informação existente fica logo desatualizada em termos de valores nominais. É comum também haver uma forte dose de compulsão ou rejeição, e de pressa, ao menos por uma das partes que efetua a transação. Dificilmente existe uma racionalidade simultânea de comprador e vendedor no mercado;

c) poucos compradores e poucos vendedores. Numa transação qualquer envolvendo um determinado tipo de imóvel geralmente existem poucos compradores, os quais exercem sua demanda numa pequena área geográfica de mercado, e também poucas pessoas efetivamente dispostas a vender suas propriedades nessa mesma área. É um mercado de vizinhança; e

d) lucro como motivação. Não há um motivo preponderante e bem definido no processo decisório dos compradores e vendedores do mercado. Embora a busca de lucratividade esteja presente, existem também fortes elementos emocionais (valores pessoais e gostos), de difícil previsão e mensuração, o que contribui para flutuações nos preços, além das causas apontadas anteriormente. Observa-se muitas vezes o desinteresse de alguns proprietários de venderem seus imóveis, a despeito da certeza de um ganho monetário. Outras vezes, mesmo quando preços equivalentes de mercado são oferecidos, a transação pode não ocorrer, caso o proprietário pondere mais os fatores não-econômicos do que os pecuniários.

DETERMINAÇÃO DO VALOR DO USO DO SOLO URBANO PARA FINS RESIDENCIAIS

O padrão observado de utilização dos terrenos e prédios numa área urbana, num momento qualquer, resulta do efeito cumulativo de um grande número de decisões e ações tomadas no passado por famílias, instituições, empresas e governo. Entretanto, não é um padrão aleatório, pois existe uma racionalidade e ordem subjacente a este processo de ocupação do uso do solo, devido à efetividade com que o mecanismo de preços — apesar das distorções existentes — atua para a alocação de recursos, nesse caso particular funcionando através do mercado imobiliário.

Inicialmente, deve-se considerar que o processo de determinação dos preços dos terrenos nas áreas urbanas está relacionado ao tipo de imóvel que se possa edificar e ao seu uso. Com poucas exceções — por exemplo, uma área de estacionamento ou um parque público —, é necessário erguer-se um prédio (uma construção) num terreno urbano antes que uma renda possa ser derivada de sua ocupação. Tal renda, advinda da propriedade, representa uma renda conjunta para o prédio e o terreno numa dada localização, a qual, na prática, é difícil de ser separada em suas partes componentes. Na teoria, entretanto, o valor da terra pode ser considerado separadamente do valor das benfeitorias efetuadas sobre a mesma. Essas benfeitorias representam capital e, como tais, têm um custo de produção. A longo prazo, melhorias adicionais serão feitas e as benfeitorias existentes, mantidas adequadamente se a renda gerada cobrir os custos incorridos por essas iniciativas.

Adicionalmente, em qualquer época, no mercado, as transações envolvendo transferências de propriedade ou mudanças na utilização dos prédios existentes são mais numerosas que aquelas envolvendo apenas o terreno. Essas últimas geralmente são restritas às transações referentes a terras agrícolas da periferia urbana, loteamentos e lotes para incorporação. A demanda por lotes para incorporação é derivada da demanda por prédios, induzida pelas atividades urbanas existentes ou potenciais.

A terra como um todo é perfeitamente inelástica em oferta. A oferta total de terra, sendo fixa, não pode aumentar. Entretanto, a terra pode ser utilizada para diferentes fins, e a oferta específica para cada fim pode ser aumentada ou diminuída. Ademais, a intensidade do uso pode ser aumentada, ou seja, o solo "criado", e isto serve como um substituto de lotes adicionais de terra.

O principal elemento responsável pela variação no valor da terra é a demanda. Os fatores principais que explicam a demanda pela terra relacionam-se ao tipo de utilização dado ao solo urbano: no uso residencial do solo, são os fatores de acessibilidade (incluindo os efeitos de transporte e distância do centro urbano) e ambientais (meio ambiente físico, social e cultural); no uso comercial, é a potencialidade de freguesia no "ponto"; no uso industrial, a existência de um espaço adequado para a localização da indústria e a acessibilidade ao mercado, matérias-primas e mão-de-obra especializada; e no uso para atividades terciárias, a hierarquia de centros e subcentros da malha urbana.

Existe um padrão racional para a demanda pelo uso do solo nas áreas urbanas. Normalmente, após uma avaliação das várias vantagens e desvantagens, a localização de qualquer atividade é determinada no que diz respeito aos usuários com fins comerciais, pela maximização de lucros e, no que se refere aos usuários com fins residenciais e outros não-relacionados a negócios, pela maximização da utilidade e outros benefícios não-pecuniários.

O valor dos terrenos é afetado não só pelo seu uso presente, mas também pela expectativa de seu uso futuro, como por exemplo a possibilidade de conversão de casas em estabelecimentos comerciais ou de serviços. Nesse caso, o valor é baseado não no aluguel presente, mas na expectativa de uma maior renda derivada do futuro uso comercial do solo. Assim, as mudanças esperadas no uso do solo são os fatores mais importantes para determinar as variações nos preços da terra.

Deve-se atentar, portanto, para o aspecto mais importante no que diz respeito ao valor dos imóveis: que o uso do solo é que determina seu preço, e não o contrário, ou seja, a procura por terrenos é uma demanda derivada de seu uso. A renda da terra, que depende do uso do solo, compõe-se de duas parcelas: a primeira reflete ganhos de transferência — resultado do pagamento que poderia ser oferecido pelos diversos interessados que competem pelo direito de sua utilização exclusiva — e a segunda, uma "pura" renda econômica, fruto da escassez e do fato de o usuário efetivo utilizar o solo para seu uso mais nobre, pagando mais do que qualquer um de seus competidores estaria disposto a oferecer. Cada usuário eventual pagará pelo terreno, seja por meio de preço de compra ou de aluguel, um valor apropriado para o retorno que ele espera obter com o uso do mesmo. Assim, o valor capitalizado do terreno é determinado, indiretamente, pela lucratividade de seu uso e, diretamente, pelo valor anual do aluguel, ou seja, a demanda por um terreno é um reflexo da lucratividade ou utilidade derivada de seu uso pelos usuários correntes ou potenciais. Dado que o valor (preço) do terreno é originado do valor do aluguel anual, quanto mais alto for o aluguel, maiores serão os valores de capital.

Tal como em qualquer outra forma de investimento, os preços do bem imobiliário aumentam em antecipação a aumentos futuros nos aluguéis. Nesse caso, portanto, os investidores no mercado imobiliário devem estar preparados para aceitar, no presente, baixos retornos ou rendimentos em relação ao valor atual da propriedade (renda), a fim de obter o benefício futuro de um maior aluguel, bem como a possibilidade de ganhos de capital adicionais. Visto de outro modo, as expectativas de ganhos de capital podem compensar os retornos correntes relativamente baixos dos imóveis. Portanto, o uso e a demanda esperados determinam os valores dos imóveis, num quadro de condições peculiares do mercado imobiliário.

FATORES QUE AFETAM O MERCADO DE IMÓVEIS COMO FORMA DE INVESTIMENTO

O maior elemento de atratividade dos imóveis para o investidor se encontra nos ganhos de valorização, ou seja, no aumento dos preços dos imóveis durante o período de investimento. Os aumentos no preço dos imóveis estão relacionados, em termos gerais, com fatores macroeconômicos que dizem respeito às transformações na sociedade, cultura, demografia e estrutura econômica das cidades do país, tais como a rápida urbanização, novos padrões habitacionais, crescimento populacional, grandes movimentos migratórios do campo para a cidade, crescimento econômico e suas decorrências, assim como o progresso tecnológico. Estão também relacionados, de modo específico, com os fatores peculiares que influenciam o mercado de terrenos, tais como a rede viária existente, a operação do sistema de transportes, a infra-estrutura econômica, a disponibilidade e qualidade dos serviços públicos, o regime de tributação e suas respectivas alíquotas de incidência, bem como os instrumentos e instituições de planejamento e controle do uso do solo.

A rápida urbanização apresenta como uma de suas características um grande aumento na demanda por terrenos urbanos, particularmente para atividades produtivas, rede viária, infra-estrutura urbana e domicílios. Uma medida dessa rápida urbanização é dada pelo crescimento populacional urbano.

A Tabela 1 apresenta os dados censitários e projeções da população urbana no Brasil de 1940 a 2000. Como pode ser visto, houve um enorme aumento da população urbana em nosso país de aproximadamente 13 milhões em 1940 para 75 milhões em 1980. As projeções para os 20 anos seguintes, feitas pela FIBGE ou Banco Mundial, indicam um **acréscimo** de cerca de 67 a 86 milhões de **novos** habitantes nos centros urbanos de nosso país. É um crescimento sem precedentes, indicativo de que deverá haver uma pressão muito grande sobre a demanda de terras urbanas e habitações.

A Tabela 2 sugere parâmetros para um cálculo das necessidades de terra para o crescimento urbano e indica ainda a ordem de grandeza envolvida. Se considerarmos o total agregado, veremos que a necessidade de terra urbana, que representava para o Brasil cerca de 21 bilhões de m^2 em 1980, deverá aumentar para cerca de 41 a 46 bilhões de m^2 no ano 2000, distribuída pelas funções residenciais, rede viária, áreas verdes, serviços públicos e serviços comerciais. Isto indica que serão significativas, nos próximos anos, as pressões sobre a demanda de terras urbanas, implicando um provável crescimento relativo dos preços dos imóveis em nosso país.

A crescente demanda por terras urbanas tende a se refletir principalmente na conversão, para uso urbano, de terra agrícola na periferia das cidades. Essa expansão na área urbana da cidade é acompanhada por um crescimento no valor da terra nos locais mais próximos ao centro da cidade, devido às vantagens locacionais e de acesso que oferece às populações em crescimento.

TABELA 1 – População Urbana e Rural do Brasil – 1940-2000

Anos	População Rural	População Urbana	% de Pop. Urbana	População Total
1940[a]	28.536.133	12.880.182	31,2	41.236.315
1970[a]	41.054.053	52.084.984	55,9	93.139.037
1980[b]	43.433.620[c]	75.627.850[c]	63,5[d]	119.061.470
2000[d]	59.696.000	142.573.000	70,5	202.269.000
2000[e]	50.903.000	161.604.000	76,1	212.507.000

Notas:

[a] Dados extraídos de [1].

[b] Dados preliminares do Recenseamento Demográfico de 1980.

[c] Estimativas do Autor, com base nas estimativas da FIBGE sobre a percentagem de população urbana.

[d] Dados extraídos de [1].

[e] Dados extraídos de [33, p. 7].

TABELA 2 – Necessidades de Terra para o Crescimento Urbano

Funções	Distribuição (em m^2/habitante)	Média (em m^2/habitante)
Residencial	100 a 150	125
Rede Viária	32 a 50	40
Áreas Verdes	40 a 56	48
Serviços Públicos	20 a 40	30
Indústria	20 a 40	30
Serviços Comerciais	10 a 14	12
Total	222 a 350	285

Fonte: Darin-Drabkin [10, p. 40].

O crescimento populacional urbano é acompanhado por mudanças em sua composição demográfica. As taxas de mortalidade e natalidade são afetadas, assim como o tamanho médio das famílias e a população em idade de trabalho. Há uma interação dos fatores culturais com os fatores demográficos, tais como atitudes com respeito à vida urbana, idade média dos indivíduos ao se casarem, preferências por determinados locais de moradias, etc. Para ocorrer uma taxa de urbanização elevada, é necessário também que haja grandes movimentos migratórios do campo para a cidade. Esses fatores demográficos condicionam, portanto, a pressão sobre a demanda por terras urbanas.

O impacto do crescimento econômico na malha urbana manifesta-se em termos da expansão do consumo e da produção, estimulando a ampliação das diversas atividades econômicas, que é de importância fundamental para caracterizar a pressão sobre a demanda por terras urbanas. O progresso tecnológico, do mesmo modo que o crescimento econômico, tende a fortalecer o processo de urbanização no país e, por conseguinte, a pressão sobre a demanda por terras urbanas.

Além desses fatores de ordem macroeconômica, existem fatores peculiares que influenciam o mercado de terrenos urbanos. No lado da oferta de terra, há uma série de restrições relacionadas com fatores tais como relevo, acidentes físicos, paisagem, topografia, etc., que influenciam o grau de atratividade dos terrenos. Entretanto, as restrições mais importantes dizem respeito a uma escassez de recursos financeiros e administrativos no oferecimento de serviços públicos (e infra-estrutura de transportes, água, esgotos, telefone, eletricidade, condições da rede hospitalar, escolas, parques e jardins, etc.) numa escala que atinja, em seus requisitos mínimos, a todos os habitantes da cidade. Isso faz com que os serviços públicos se concentrem em algumas áreas, que por este motivo passam a ter um ágio em face das demais.

Os valores de mercado dos imóveis, embora fundamentalmente baseados em rendas econômicas, dependem também do grau em que um adquirente de imóvel, ou seu usuário, seja capaz de usufruir essa renda econômica. Parte dessa renda pode ser desviada para o governo através de impostos (ou para outras pessoas ou empresas no caso de direitos conjuntos sobre o imóvel). Os valores de mercado dos imóveis são afetados não apenas pelos impostos existentes, como também pela expectativa de alteração nos mesmos, ou ainda de criação de novos impostos, incluindo, em casos extremos, a expropriação. Os tributos diminuem o valor presente dos imóveis, mas expectativas de mudanças nesses tributos, dependendo do tipo, podem aumentar ou diminuir o valor presente.

Do mesmo modo, códigos de obras, leis de zoneamento e outras medidas de controle do uso do solo limitam a

oferta de terrenos, mas aí, caso não haja manipulação política para favorecer certas áreas ou grupos, existe uma tentativa de atender ao bem-estar da coletividade, através da redução ou eliminação de externalidades.

As modificações nos fatores que apontamos anteriormente, referentes à tributação e planejamento urbano, podem, em tese, contribuir tanto para um aumento quanto para uma diminuição dos ganhos de valorização de imóveis. No Brasil, cabe notar, que os tributos sobre imóveis são geralmente muito baixos, e as diversas medidas de planejamento urbano disponíveis têm servido tradicionalmente para valorizar os imóveis das classes média e rica. Em termos gerais, portanto, os fatores macroeconômicos e os peculiares ao crescimento urbano deverão agir, nos próximos anos, no sentido de pressionar positivamente a demanda por terras urbanas e, conseqüentemente, proporcionar ganhos crescentes de capital aos investidores em imóveis.

INVESTIMENTOS EM IMÓVEIS

O preço do imóvel é a quantia em cruzeiros paga, de fato, na transação. O preço pago pelo imóvel pode diferir do valor estimado de mercado. Este último, por sua vez, é a estimativa, num dado momento, de quanto deveria ter sido pago pelo imóvel caso vigorassem as expectativas médias sobre as condições determinantes do valor de mercado. O preço, depois de realizada a transação, é um fato histórico, enquanto o valor de mercado depende da expectativa de produtividade futura, seja em renda pecuniária ou não-pecuniária, ou ainda ambas. É exatamente essa diferença entre preço de mercado e valor estimado que explica o fato de os imóveis serem um importante ativo de investimento.

O valor de investimento do imóvel é estimado, independentemente, pelo comprador e pelo vendedor. Nos 2 casos, existem parâmetros definindo os limites do valor da propriedade para cada um deles: para o comprador, é o valor **máximo** que estaria disposto a pagar pelo imóvel (preço-teto) e para o vendedor, é o valor **mínimo** que estaria disposto a aceitar (preço-chão). Os mesmos motivos determinam esses parâmetros: obtenção de retorno, avaliação de risco e previsão de liquidez. O imóvel será transacionado desde que um ou mais vendedores potenciais tenham preços-chão abaixo dos preços-teto dos compradores potenciais do imóvel. Essas estimativas dos valores de mercado variam de indivíduo para indivíduo. As razões a seguir podem explicar este fato:

a) expectativas diferentes quanto ao comportamento, na cidade, do crescimento populacional, da distribuição de densidade populacional, do desenvolvimento dos bairros, do aumento das rendas, dos benefícios creditados aos proprietários de imóveis em função de investimentos públicos realizados e de fortalecimento das vantagens locacionais;

b) os proprietários de imóveis podem avaliar, diferentemente, em termos de riscos, os eventos futuros, tais como desapropriações, mudanças em planos-diretores urbanos, alterações nos códigos de obras, atrasos na concessão de licenças para construção, novas prioridades de investimentos públicos urbanos, alterações no sistema tributário, etc.;

c) pode haver uma escassez relativa de incorporadores e outros empresários imobiliários nas áreas urbanas, causando uma volatilidade de expectativas no mercado quanto ao fluxo de novas construções;

d) a antecipação (previsão) de altos retornos pode estar embutida em manobras de especulação, tal como a retenção de imóveis, fazendo com que as previsões de alta nos preços sejam autoconfirmadas;

e) informações privilegiadas de mercado podem aumentar o preço de terrenos para edificação, particularmente se existirem *insiders* posicionados de forma estratégica, que podem obter grandes retornos e reduzir riscos em função de suas conexões com os funcionários responsáveis pelo investimento e suprimento de serviços públicos, ou ainda com aqueles encarregados do controle do uso do solo; e

f) os custos reais de incorporação podem estar subestimados (e o retorno superestimado). A elevação do preço de terrenos pode ser causada, em parte, pelos altos custos financeiros de transação e transferência envolvidos no processo de mudança no uso do solo, incluindo as despesas com escrituras, impostos, licenças e diversas outras despesas para despachar os processos. Do mesmo modo, o retorno em investimentos alternativos (como ações, por exemplo) pode também ser maior do que é geralmente reconhecido.

Deve ser enfatizado que o aspecto de investimento está presente em qualquer decisão de compra ou de aluguel da propriedade, embora nem sempre seja aparente. Pode ocorrer que o proprietário-ocupante de um imóvel, diferentemente do investidor, apesar de mais ou menos consciente do valor exato de seu patrimônio imobiliário, não planeje vendê-lo. Para esses, que são os mais numerosos, parece ilusório levantar hipóteses de comportamento como se o imóvel fosse um bem de investimento qualquer, sujeito a uma análise clássica da gestão de carteira. Seu objetivo é essencialmente a conservação de um patrimônio, e não a di-

versificação ótima de uma carteira de investimentos. Entretanto, não se deve exagerar a distinção entre o investidor e o proprietário-ocupante, pois pode haver uma inversão de papéis. Com efeito, a durabilidade da propriedade permite que ela seja distinguida do direito de uso. As pessoas podem pagar um aluguel pelo direito de usar um imóvel, e o proprietário irá receber esse pagamento periódico (renda) por ceder o direito de uso a outra pessoa. Neste caso, o proprietário trata seu imóvel como um investimento.

Portanto, os interesses do investidor e do ocupante são sempre passíveis de serem atendidos num imóvel em particular, já que, para qualquer imóvel, há 3 alternativas: possuir e usar; possuir e não usar; e usar mas não possuir.

Tanto os ocupantes (usuários) como os investidores podem, assim, desempenhar no mercado os papéis de comprador e/ou vendedor. Na maior parte dos tipos de imóveis, estas alternativas são possíveis, pois alguns investidores estarão dispostos a vender sua propriedade, enquanto alguns usuários preferirão comprar esses imóveis aos preços vigentes. Estas situações podem coexistir, dado que usuários e investidores possuem expectativas diversas sobre o futuro e opiniões distintas no que se refere às possíveis taxas de retorno, liquidez e risco.

Os imóveis, como forma de investimento, apresentam diversos atrativos e atributos, tais como:

a) a tradição formada, presente na história da sociedade, de os mesmos constituírem um bem desejável para as famílias, oferecendo abrigo, proteção, *status* e possibilidade de transmissão da riqueza;

b) suas características de durabilidade e longa vida, principalmente com relação a terrenos;

c) o sentimento que desperta, na maior parte das pessoas, de que seu funcionamento é simples e pode ser facilmente entendido. Ademais, os investidores em imóveis geralmente conseguem adquirir um controle e propriedade completos, ao invés de apenas uma parcela dos direitos da propriedade (tal como ocorre com a posse de ações de uma empresa). Finalmente, são propriedades tangíveis, que seus donos podem facilmente inspecionar;

d) é um investimento que pode ser administrado por seus donos, sem a ajuda de administradores profissionais, pois sua administração envolve tipos de operações familiares à maior parte dos investidores;

e) a crença generalizada de que os imóveis, por um acúmulo de razões, oferecem uma excelente proteção contra a inflação;

f) as vantagens fiscais e creditícias existentes. Por exemplo, no Brasil, com a correção monetária evoluindo abaixo dos índices da inflação, é bastante vantajoso no momento conseguir empréstimos no Sistema Financeiro da Habitação para compra de imóvel;

g) não estão, geralmente, sujeitos ao controle de preços; e

h) não só os indivíduos (pessoas físicas) investem parte substancial de seu patrimônio em imóveis, mas também as empresas. Ademais, os órgãos de financiamento, sejam públicos ou privados, exigem ou dão preferência aos imóveis para garantir seus empréstimos. Isto faz com que as empresas industriais e comerciais, por vezes, apliquem em imóveis uma parcela considerável de seu patrimônio líquido.

IMÓVEIS VERSUS *AÇÕES*

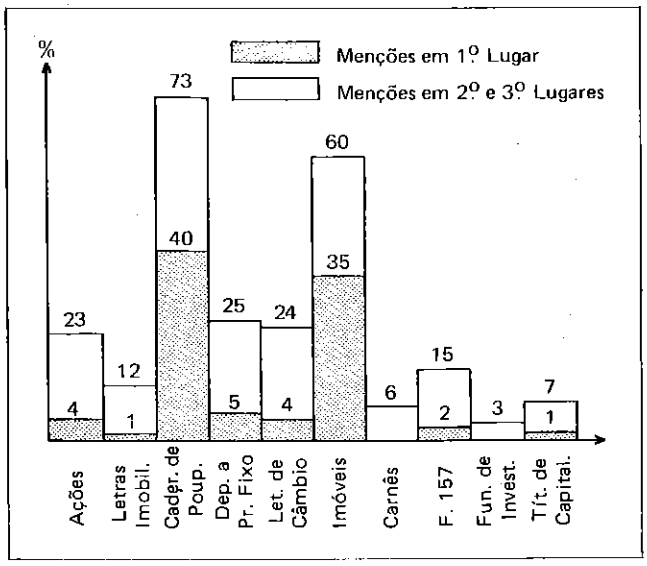
Examinamos, nos itens anteriores, o mercado imobiliário segundo os aspectos de determinação do preço de imóveis, de sua utilização como forma de investimento e dos fatores que o afetam enquanto investimento. Prosseguindo, examinaremos, do ponto de vista do investidor, a escolha entre imóveis e ações como forma de investimento. As pesquisas de atitudes de investidores e empresários [15 e 16] e de opinião pública [7 e 8] mostram que os imóveis são geralmente considerados uma importante alternativa de investimento em confronto com as ações. Uma pesquisa de grande âmbito realizada no Brasil pelo Centro de Produtividade e Expansão do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (CBPE), intitulada "Atitudes da População com Relação à Poupança",[4] ilustra este assunto. Os trabalhos de campo foram realizados entre os meses de setembro e dezembro de 1978, abrangendo 25 grandes cidades representativas das principais regiões geográficas do Brasil. O total da amostra foi de 14.097 entrevistas, estratificadas segundo o sexo, a idade, o grau de instrução e a classe sócio-econômica (segundo o critério ABA — Associação Brasileira de Anunciantes). Na pesquisa havia perguntas sobre o conhecimento, imagem e utilização das diversas formas de investimento e poupança, sendo consideradas Ações, Letras Imobiliárias, Caderneta de Poupança, Depósitos a Prazo Fixo, Letras de Câmbio, Imóveis, Carnês, Fundo 157, Fundos de Investimento e Títulos de Capita-

[4] Pesquisa realizada com base nos resultados apresentados nos Boletins Técnicos CBPE [5 e 6].

lização. Com base nos resultados, a pesquisa concluiu que, após as Cadernetas de Poupança, os imóveis são a forma de investimento mais conhecida. Os imóveis como forma de investimento têm maior penetração nas classes A (91%) e B (88%) do que nas classes C (85%) e D (80%); são mais citados pelas pessoas que têm curso superior (95%) do que pelas que têm curso primário/secundário (86%) e primário incompleto/analfabeto (78%); são também mais conhecidos entre as pessoas mais jovens, apesar de a diferença não ser significativa.

A pesquisa procurou saber quais as 3 melhores formas de investimento, bem como seu ordenamento, na opinião dos entrevistados. Os valores apresentados na Figura 1 indicam a soma das respostas, sendo que as partes hachuradas representam as menções em 1º lugar e as partes em branco, as menções em 2º e 3º lugares.

FIGURA 1 — Imagem das Diversas Formas de Investimento e Poupança — Brasil — 1978



Fonte: Boletim Técnico CBPE [6, p. 10].

Como pode ser visto, posteriormente à Caderneta de Poupança (73%), a compra de imóveis (60%) aparece como a forma de investimento e poupança com melhor imagem junto ao grande público de todo o país, bem acima das ações (23%). Em termos de utilização efetiva das diversas formas de investimento e poupança, a pesquisa concluiu que, se comparado com o índice de conhecimento da população sobre os vários tipos de investimento e poupança, a utilização dos mesmos é percentualmente baixa.

Em termos de Brasil, no ano da pesquisa, 41% da amostra aplicavam em Caderneta de Poupança, 12% em imóveis, 4% em ações e 7% no Fundo 157, sendo o aparecimento das outras opções de poupança e investimento praticamente irrelevante no que diz respeito à sua utilização.

Evidentemente, embora na opinião popular os imóveis sejam considerados, em geral, superiores às ações como forma de investimento, qualquer conclusão mais analítica deve se basear em estudos econômicos de rentabilidade que possam comparar os 2 ativos, sobretudo quanto às questões de risco, retorno e liquidez. Desta forma, concluiremos este artigo abordando alguns aspectos de ordem mais teórica que possam complementar os itens anteriores no tocante à comparação dos imóveis, como uma forma de investimento, com as ações.

O investimento pode ser definido como a abstenção do uso de uma soma de capital no presente, em troca de uma renda a ser recebida, de uma vez ou em parcelas, no futuro. A durabilidade do imóvel e a possibilidade (qualidade) de separação da propriedade do uso fazem com que os imóveis sirvam como formas de investimento. Todavia, existem muitas alternativas disponíveis para o investidor. Investidores individuais ou institucionais têm várias opções de compra: ações, debêntures, letras de câmbio, certificados de depósito bancário, e outros títulos financeiros, ou então itens de propriedade real, tais como ouro, diamantes, obras de arte, etc. Os investidores precisam coletar, assimilar, analisar e extrair conclusões de uma grande quantidade de dados e informações do mercado. Necessita também avaliar certos fatores gerais que são fundamentais e que se referem, geralmente, a todos os tipos de investimento:

a) expectativa de uma renda regular e segura, bem como a possibilidade de reinvestimento dos retornos líquidos;

b) estabilidade presente e futura de seu capital (segurança do investimento);

c) valorização do capital e oportunidade de alavancagem;

d) liquidez e negociabilidade;

e) proteção contra a inflação; e

f) tratamento tributário e vantagens fiscais.

O investidor racional considera todos os fatores listados anteriormente. A atratividade líquida do investimento será refletida no seu retorno. O investidor potencial compara cada imóvel em oferta com investimentos em outros bens de raiz e ativos financeiros. Fundamentalmente, todos esses ativos estão competindo por recursos, de tal modo que em qualquer tempo existe uma correlação entre os diferentes retornos de investimento, aí incorporadas as avaliações das respectivas características de risco (presente e futuro) e liquidez.

Entretanto, os imóveis, enquanto forma de investimento, apresentam algumas características que os diferenciam das ações:

a) retorno do investimento, ou seja, a relação percentual entre o preço pago e o fluxo de renda obtido no investimento. Ao comprar um imóvel, o investidor procura maximizar o benefício financeiro a ser obtido em relação ao preço pago por ele. As terras em geral, ou, no meio urbano, os terrenos, apresentam algumas peculiaridades a esse respeito. Muitas vezes os investidores adquirem terrenos que vão lhes proporcionar uma renda líquida corrente que pode ser negativa, caso ele não alugue o mesmo e ainda caso tenha despesas com impostos e licenças da prefeitura e com conservação. Dado que há liberdade de escolha para comprar terrenos ou outros ativos, não há razão para que os retornos esperados com terrenos devam diferir substancialmente dos retornos esperados em outros ativos. Decorre daí que o investidor espera, investindo no terreno, obter uma valorização do preço que compense a renda negativa. Em outras palavras, o valor de uso corrente, negativo no caso em pauta, é mais do que compensado por um valor de troca positivo, representado pelas variações esperadas no preço do terreno. Entretanto, a valorização do terreno, nesse caso, é função da lucratividade futura esperada com o uso do terreno, ou seja, há uma antecipação de aluguéis futuros positivos e bem mais altos que o valor de uso presente. O problema da especulação com terrenos urbanos, que provoca sérias distorções no planejamento do uso do solo das regiões metropolitanas, decorre dessa valorização esperada que, como já mencionamos, provém em grande parte de um investimento **social**. Essa distinção entre **valor de uso** e **valor de troca**, entretanto, não é peculiar ao mercado de imóveis, existindo também no mercado de ações, haja vista que um dos importantes indicadores do investidor no mercado de ações é a relação preço/lucro;

b) risco de negócios — refere-se à probabilidade de a geração de renda do investimento não ser tão grande como planejada (esperada). Pode se dar por 2 motivos: dificuldades operacionais internas ou fatores externos. No primeiro caso, dificuldades tais como a existência de altas despesas de manutenção, baixos aluguéis contratuais, administração ineficiente, perda de aluguel durante o tempo em que se procuram novos inquilinos, etc. No segundo, fatores tais como a diminuição da demanda, o aumento da competição dos ativos substitutos (oferta), recessão na economia, etc. Deve-se considerar que os problemas administrativos e despesas envolvidas na administração de imóveis podem ser elevadas, pois alguns são complexos. Os investimentos em ações, contrastando com aqueles em imóveis, acarretam pequenas despesas administrativas, sendo que os fundos de investimento proporcionam ao pequeno investidor um modo simples e barato de gerar benefícios da administração profissional;

c) risco financeiro — se os investidores tomam recursos emprestados para fazerem a aplicação, o risco encontra-se na possibilidade de a taxa de juros e a amortização da dívida serem maior que a capacidade de gerar renda e ganhos de capital no imóvel em que investem os fundos. Existe incerteza sobre a estrutura das taxas de juros (segundo os vários esquemas de prazos) nos anos futuros;

d) estabilidade da renda e valorização do capital — os imóveis dependem menos do que as empresas da habilidade dos respectivos administradores em manter seu valor e renda. Portanto, o aluguel tende a ser mais estável do que os lucros (pré-condição dos dividendos). Além disto, a possibilidade de valorização dos imóveis faz com que os investidores, principalmente os institucionais, aceitem menores retornos a curto prazo do que, por exemplo, em títulos de renda fixa, pois sabem que a longo prazo poderá haver o crescimento do capital;

e) liquidez — em geral, considera-se a liquidez no mercado imobiliário menor do que no mercado acionário e financeiro em geral. O grau de liquidez é função do tipo de imóvel — lojas, casas, apartamentos, salas, etc. O mercado imobiliário não é semelhante ao de ações ou de *commodities*; não é organizado e não existe um lugar central de compra ou venda. É o resultado de um vasto número de transações, grandes ou pequenas, envolvendo terrenos e prédios heterogêneos. Há quem assegure, inclusive, que a vantagem de investir em imóvel no Brasil é aparente, e que se deve à inexistência de uma Bolsa de Imóveis, onde se possa acompanhar as cotações em pregões diários. Tal como no mercado de ações, no de imóveis se transacionam não só as quantidades produzidas correntemente, mas também todo o estoque acumulado da produção em períodos anteriores, ou seja, imóveis usados. Pode-se falar, portanto, na existência de um mercado primário e secundário de imóveis. Entretanto, não existe (ainda!) um mercado futuro, tal como ocorre com as ações, que contribua para a liquidez e estabilização do preço dos imóveis. Dado que a ação é um bem homogêneo, diferindo do imóvel que, como vimos, é **peculiar** em cada caso, os processos de alta ou baixa diferem nos 2 mercados, ocorrendo com maior rapidez nos preços das ações, enquanto que no dos imóveis, variam com maior lentidão. Às vezes torna-se mais fácil discernir esses movimentos cíclicos observando-se o

comportamento do número de imóveis à venda do que as oscilações em seus preços;

f) proteção contra a inflação — dado não apenas o processo altista em valores nominais, mas também as incertezas quanto às futuras taxas de inflação, os imóveis são geralmente considerados superiores às ações em termos de abrigo contra a inflação. Deve-se notar, entretanto, que o conceito de valor é real, e não monetário, e que muitas vezes não se verifica em imóveis essa proteção contra a inflação, visto que não basta apenas o aumento dos preços dos imóveis em termos nominais. Como vimos, é um mercado heterogêneo, em que convivem casos espetaculares de valorização com grandes fracassos. Deve-se atentar, no entanto, para o fato de existir uma seletividade natural nas informações sobre preços de imóveis, pois estas só são registradas quando ocorre uma transação; portanto, quanto mais freqüentes as negociações numa área, maior o número de registros sobre preços. Por outro lado, há um viés de divulgação, já que a imprensa, funcionários governamentais e políticos costumam propalar, como se fosse regra geral, os casos excepcionais em que há grandes ganhos de capital em função de aumentos no preço de imóveis. Ademais, ocorre que no Brasil o funcionamento do sistema judiciário dá uma vantagem aos imóveis em relação aos ativos financeiros em algumas situações, como por exemplo no caso de falências. Como os processos judiciários são lentos e nos casos em disputa os ativos financeiros são geralmente fixados em valores nominais ou com uma correção monetária que evolui abaixo da inflação, dada a tradição inflacionária do país, haverá desvantagens desses ativos *vis-à-vis* os imóveis; e

g) tratamento tributário e vantagens fiscais — o sistema de impostos do país tributa levemente os imóveis, como pode ser verificado pela incidência efetiva das contribuições de melhoria, taxas, impostos de transmissão, etc. sobre os imóveis. O maior responsável pela valorização dos imóveis é o fator social da urbanização, mas, devido ao sistema vigente de tributação da propriedade, do capital e da riqueza, esses ganhos são internalizados e apropriados privadamente em sua quase totalidade. Isso contrasta com a tributação incidente sobre os ativos financeiros,[5] que, apesar de pequena em relação à tributação que incide sobre os rendimentos do trabalho, é melhor regulada e cobrada, com alíquotas maiores do que as dos imóveis. Ultimamente, observa-se uma tributação mais efetiva sobre os aluguéis, embora não ainda para os ganhos de capital com imóveis. Isso ocorre não obstante os imóveis terem uma oferta bastante inelástica em relação à tributação, visto que seu valor advém basicamente da demanda, havendo, pois, possibilidades de aumentos nos impostos sobre os mesmos, sem que seja afetada a alocação eficiente dos recursos sociais.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Apresentamos, no decorrer desse artigo, uma análise do mercado imobiliário focalizada sob o ponto de vista do investidor individual. Para concluirmos o trabalho, levantaremos 2 importantes aspectos, de ordem macroeconômica, que deverão qualificar, tendo-se em vista principalmente as mudanças nas políticas governamentais, as conclusões dos itens anteriores.

Em primeiro lugar, nos países em desenvolvimento os poupadores preferem, em geral, acumular ativos tangíveis, como por exemplo imóveis, metais preciosos, jóias e moedas estrangeiras, ao invés de ativos financeiros. Este fato decorre, em grande parte, do temor à inflação e à apropriação indébita, da falta de confiabilidade nas instituições financeiras desses países, bem como de preconceitos, incerteza e falta de informação. O mais importante, porém, é que essa situação resulta também da existência de uma tecnologia financeira primitiva. A maior parte dos países em desenvolvimento não possui um mercado de capitais que seja uma via fácil e confiável de canalização das poupanças para os investimentos domésticos. O quadro institucional, portanto, tende a criar uma posição favorecida para os investimentos em imóveis.

Em segundo lugar, quando a cidade cresce e a área urbana se expande para a periferia (havendo uma conversão de terras agrícolas para uso urbano), há um aumento das "rendas" do solo e uma valorização dos imóveis. Portanto, o processo de crescimento urbano cria uma "renda" adicional do solo. Esta renda, no entanto, não é gerada pelos investimentos adicionais do proprietário do terreno, mas sim pelo investimento geral adicional numa grande área urbana, representado por:

a) investimentos na preparação do terreno, topografia, legalização, subdivisão em lotes, provisão de serviços públicos, ou mesmo relocalização das pessoas e usos para novos locais;

b) variação das vantagens locacionais e de acessibilidade, à medida que a cidade se expande e altera sua estrutura interna; e

---

5 Excetuando-se as ações, que têm um tratamento fiscal mais favorável.

c) mudanças nos usos permitidos do solo, representadas pelo impacto das políticas governamentais de uso do solo, que desempenham um papel decisivo na fixação tanto do tipo de uso quanto da intensidade do uso do solo.

O primeiro elemento pode ser, em parte, criado por investimentos específicos do proprietário de imóveis, mas os outros 2 são **socialmente criados.** Os proprietários de imóveis, no entanto, se apropriam do resultado de todo este esforço social como "renda", o que explica grande parte da valorização de imóveis em nosso país. Visto de outro modo, embora o valor da terra urbana seja um **bem** pertencente à sociedade (devido ao fator adicional da utilidade social), já que foi criado pelas decisões de investimento e planejamento da sociedade, e não pelos esforços isolados de indivíduos, este valor é geralmente transferido para os proprietários.

Dados estes 2 aspectos — o relacionamento entre o mercado imobiliário e o mercado de capitais, bem como a eqüidade social —, deve-se pensar na adoção de medidas que, sem afetar a eficiência do mercado imobiliário, promovam um fortalecimento do mercado de capitais e uma apropriação mais justa pela sociedade como um todo da valorização dos imóveis por ela criada.

BIBLIOGRAFIA

1 ANUÁRIO ESTATÍSTICO DO BRASIL 1978. Rio de Janeiro, Fundação IBGE, 1979.

2 BALCHIN, Paul N. & NIEVE, Jeffrey L. *Urban land economics.* London, The Macmillan, 1977.

3 BARLOWE, Raleigh. *Land resource economics: the economics of real property*. New Jersey, Prentice Hall, 1972.

4 BNH: aluguel residencial sobe 35% no Rio em um ano. *O Globo*, Rio de Janeiro, 17 jul. 1979. p. 25.

5 BOLETIM TÉCNICO CBPE. Rio de Janeiro, CBPE, v. 1, n.º 12, jun. 1979.

6 ———. Rio de Janeiro, CBPE, v. 2, n.º 13, jul. 1979.

7 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Atitudes do investidor em relação ao mercado de ações*. Rio de Janeiro, CVM. [Pesquisa]

8 BRASIL. Comitê de Divulgação do Mercado de Capitais. *Investimentos coletivos voluntários.* Rio de Janeiro, CODIMEC, 1979. [Pesquisa apresentada em anexo]

9 CVM: falta de informação para o investidor no mercado. *O Globo*, Rio de Janeiro, 28 jun. 1979.

10 DARIN-DRABKIN, H. *Land policy & urban growth*. Elmsford, NY, Pergamon Press, 1977.

11 DUNKERLEY, Harold B. Urban land policy issues and opportunities — an overview. In: THE WORLD BANK. *Urban land policy issues and opportunities*. Washington, The World Bank, 1978. v. 1, pp. 15-9. (World Bank staff working paper, nº 283)

12 GOODALL, Brian. *The economics of urban areas*. Oxford, Pergamon Press, 1972.

13 HOT property: a real estate exchange. *Time*, New York, Time Inc., Feb. 05, 1979.

14 LINDERT, Peter H. Land scarcity and American growth. *The Journal of Economic History*, Baltimore, Maryland, The Economic History Association, v. 34, n.º 4, pp. 851-84, Dec. 1974.

15 MELO, José Luiz. *Perfil do investidor no mercado de ações* Rio de Janeiro, IBMEC, 1976.

16 MELO, José Luiz & MELLO, Pedro Carvalho de. *O empresário nacional privado na indústria de transformação frente ao mercado de capitais e à economia brasileira.* Rio de Janeiro, IBMEC. [Projeto de pesquisa em andamento]

17 MERRILL LYNCH'S marauding herd: the stockbroker introduces a financial shopping mall. *Time*, New York, Time Inc., Aug. 4, 1980. p. 49.

18 THE NEW leviathans: property and the financial institutions. A survey. *The Economist*, London, The Economist Newspaper, v. 267, nº 7.032, 10-16 June 1978.

19 NICHOLS, Donald A. Land and economic growth. *The American Economic Review*, Menasha, Wisconsin, The American Economic Association, v. 60, nº 3, pp. 332-40, June 1970.

20 PESQUISA da CVM mostra investidor preocupado com a inflação em 1979. *O Globo*, Rio de Janeiro, 10 fev. 1979.

21 PROBLEMA do Rio é o do solo "mal criado" diz Tamoyo. *O Globo*, Rio de Janeiro, 02 ago. 1978.

22 RENARD, Vincent. L'allocation des sols urbains. *Revue Economique*, Paris, Lib. Armand Colin, v. 26, nº 1, pp. 91-110, jan. 1975.

23 ROBINSON, Joan. A digression on rent. In: ———. *The economics of imperfect competition.* 2. ed. London, The Macmillan, 1976. cap. 8, pp. 102-19.

24 SAYAD, João. Preço da terra e mercados financeiros. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, IPEA, v. 7, nº 3, pp. 623-62, dez. 1977.

25 SHAFER, Thomas W. *Urban growth and economics.* Virginia, Reston Publ., 1977.

26 SMITH, Halbert C. et alii. *Real state and urban development.* Homewood, Ill., R. D. Irwin, 1977.

27 SMITH, Roger S. Land prices and tax policy: a study of fiscal impacts. *The American Journal of Economics and Sociology*, New York, American Journal of Economics and Sociology, Inc., v. 37, nº 1, pp. 51-70, jan. 1978.

28 SOLO urbano: uso e problemas. *Conjuntura Econômica,* Rio de Janeiro, FGV, v. 31, nº 7, pp. 81-3, jul. 1977. (Estudo especial)

29 VARSANO, Ricardo. O imposto predial e territorial urbano: receita, eqüidade e adequação aos municípios. *Pesquisa e Planejamento Econômico,* Rio de Janeiro, IPEA, v. 7, nº 3, pp. 581-622, dez. 1977.

30 VELLOSO, João Paulo dos Reis. Idéias para a distensão urbana. *Revista de Administração Municipal,* Rio de Janeiro, IBAM, v. 25, nº 149, pp. 83-7, out./dez. 1978.

31 VETTER, David M. & RZEZINSKI, Henrique C. The Brazilian case: land policy for whom? *Habitat International,* Elmsford, NY, Pergamon Press, v. 4, nºs 4-6, pp. 485-98.

32 WALTERS, Alan A. The value of urban land. In: THE WORLD BANK. *Urban land policy issues and opportunities.* Washington, The World Bank, 1978. v. 1, pp. 68-9, 81-2. (World Bank staff working paper, nº 347)

33 THE WORLD BANK. *The task ahead for the cities of the developing countries.* Washington, The World Bank, 1975. (World Bank staff working paper, nº 209)

A Influência do Mercado Futuro sobre o Comportamento do Mercado à Vista *

Walter Lee Ness, Jr.
Miguel Dirceu Fonseca Tavares
José Paulo Teixeira **

Este artigo procura identificar a influência da criação do Mercado Futuro sobre o desempenho do mercado de ações à vista.
A criação do Mercado Futuro na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro — BVRJ —, em janeiro de 1979, e sua subseqüente maturação são examinadas em termos de características do comportamento do mercado no período anterior e posterior à sua criação. Também avaliamos outros fatores de importância que produziram mudanças observáveis entre os 2 períodos de referência.
Primeiramente, examinamos as mudanças que ocorreram na concentração das negociações em Bolsa e a conformação de algumas medidas de liquidez associadas aos volumes, freqüência e tamanho dos lotes médios transacionados.
Os resultados esperados nessa análise, embora comprometidos pelo reduzido número das observações disponíveis, servirão de base para iniciar um processo de acompanhamento sistemático desse mercado.

This article attempts to identify the influence of the creation of a futures market in corporate shares on the behavior of the spot market. The creation of the futures market by the Rio de Janeiro Stock Exchange in January 1979 and its subsequent maturation are examined through the observation of characteristics of market behavior in the periods before and after its creation. Other events that could have affected the measures used are also discussed. In this article are studied the changes which ocurred in terms of the concentration of trading in the stock exchange and in certain measures of liquidity of the market, such as volume traded, frequency of appearance in daily trading sessions, and average lot size of transactions. The results of this study, although of reduced significance due to the relatively short periods examined, can serve to accompany sistematically market behavior.

INTRODUÇÃO

A modalidade de negociação no mercado de ações da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro — BVRJ — designada a **futuro**, conquanto surgida há bem pouco tempo (15 de janeiro de 1979), já respondeu, em certas épocas, por volume superior às negociações realizadas sob a tradicional modalidade à vista.[1]

A admirável inovação nas operações da BVRJ, decorrente da implantação da modalidade de negociação a **futu-**

---

* Este artigo foi elaborado com base em dados levantados para o Módulo 1 da pesquisa "A Influência do Mercado Futuro sobre o Comportamento do Mercado à Vista", realizada pelo IBMEC, sob o patrocínio da Comissão de Valores Mobiliários — CVM. Os autores agradecem o apoio de Maria Clara Isoldi de Ramos e de outros funcionários da CVM quando da elaboração do projeto. As idéias e conclusões expressas neste trabalho refletem, exclusivamente, os pontos de vista de seus autores.

** Pesquisador Sênior e Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas do IBMEC, Walter Lee Ness, Jr. é também Professor Associado de Administração da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Miguel Dirceu Fonseca Tavares e José Paulo Teixeira são Pesquisadores do mesmo Instituto.

1 Sobre a evolução relativa dos negócios a futuro em relação aos à vista veja Lins [4].

ro, por certo produzirá efeitos diretos e indiretos sobre o funcionamento do mercado e sobre o processo de capitalização das empresas nacionais. Tais efeitos, no entanto, ainda são uma incógnita para seus participantes e, em especial, para os agentes responsáveis pela regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários em nosso país.

Identificar, pois, esses efeitos e procurar estabelecer indicações sobre suas lógicas de causação, a despeito da precariedade das informações disponíveis, é o propósito central deste artigo.

O exame dos efeitos da implementação do mercado futuro sobre o comportamento do mercado à vista será conduzido não só em relação à Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, mas também em relação à Bolsa de Valores de São Paulo. Desta forma, estaremos cobrindo a parcela mais significativa do mercado acionário brasileiro, como um todo.

Além disso, consideraremos também o funcionamento do mercado a termo e do mercado de opções como fatores complementares em nosso exame.

Cumpre ressaltar, todavia, que o presente artigo, voltado para o exame das mudanças em medidas de concentração e liquidez que ocorreram depois da introdução do mercado futuro, baseia-se na primeira parte da pesquisa "A Influência do Mercado Futuro sobre o Comportamento do Mercado à Vista".

Numa segunda etapa da referida pesquisa consideraremos testes de eficiência e medidas de risco em períodos anterior e posterior à introdução do mercado futuro. Finalmente, concluindo os estudos projetados, investigaremos a regularidade do comportamento da diferencial entre os preços de ações nos mercados à vista e futuro.

De um modo geral, a introdução de inovações nas práticas de mercado vem sempre acompanhada de apreensões, devido ao fato de suas implicações (efeitos) não serem, normalmente, passíveis de perfeita compreensão no curto prazo.

A compreensão desses efeitos, quando referidos a mercados como o brasileiro, sujeitos a políticas de desenvolvimento e a uma extensa e variada gama de controles institucionais, torna-se ainda mais difícil. Isto, basicamente, deve-se ao fato de o conjunto de informações, gerado sobre suas práticas e operações, ser fortemente influenciado pelas regras que lhe são sobrepostas, constituindo, para fins analíticos, consideráveis vieses.

Promover o desenvolvimento de um mercado é uma tarefa normalmente conduzida por 2 caminhos básicos (conquanto de múltiplas conformações) que se explicitam na elevação dos retornos esperados e/ou na redução do nível de risco sistemático das aplicações.

Neste sentido, o recente desempenho do mercado futuro satisfaz aparentemente aos 2 requisitos apontados.

De um lado, ao possibilitar elevada alavancagem financeira, aumenta o retorno esperado pelos acionistas e especuladores e, de outro, torna possível que posições defensivas (*hedged*) sejam assumidas, equivalendo a uma maior diversificação, a que designamos "diversificação horizontal" do risco de carteira.

Por estas duas vias, o mercado futuro oferece alternativas de aplicação que podem elevar o retorno esperado ou reduzir o risco das aplicações ou ainda, de outra forma, reduzir o nível do risco sistemático das aplicações no mercado.[2] Estes são, portanto, os seus aspectos apriorísticos mais defensáveis.

De um ponto de vista estritamente econômico, a existência do mercado futuro pode fornecer uma maior eficiência ao mercado acionário como um todo. Porém, isto não é tudo o que se espera. A continuidade do mercado em bases confiáveis é um outro objetivo que se apresenta como prioritário na política conduzida pelos órgãos reguladores e auto-reguladores. Cumpre, no entanto, ressaltar nesta introdução que não avaliamos, dentre os aspectos econômicos, possíveis dificuldades causadas pela existência do mercado futuro para a implementação e condução da política monetária. Não consideramos a adequabilidade da política de margens para contratos futuros e tampouco a possibilidade de que maiores alavancagens financeiras e vendas futuras descobertas facilitam a realização de ganhos decorrentes do acesso a informações privilegiadas.

O fenômeno do crescimento acelerado dos volumes de recursos financeiros operados em ações sob a modalidade **a futuro** é, em princípio, plenamente justificado se observado, por exemplo, à luz dos efeitos das variações de margens. Do ponto de vista financeiro, a criação de possibilidades de alavancagem é seguida da intensiva utilização do

---

[2] Apesar de não nos ocuparmos, nesse artigo, de medidas de risco total e sistemático de ações e de testes de eficiência de mercado, Nathan [5] mostrou, para o mercado norte-americano, uma queda em volatilidade relativa dos títulos que tiveram opções listadas no Chicago Board Options Markets em 9 meses após a formação deste mercado. Trennepohl e Dukes [8], num período mais amplo, mostraram uma redução relativa na volatilidade das ações com opções listadas. Klemkosky [3] argumenta que uma melhoria em eficiência do mercado foi alcançada nos 36 meses subseqüentes à introdução do mercado de Chicago, em que os retornos excessivos (coeficiente alfa) das ações com opções foram reduzidos. As medidas de risco total e risco sistemático (coeficiente beta) não mostraram, todavia, indicações de mudanças significativas.

fator que a possibilita. Neste sentido, o argumento de racionalidade dos agentes econômicos, envolvidos nas operações do mercado futuro, é suficiente para explicar o expressivo crescimento observado nestas operações realizadas na BVRJ. No entanto, o mesmo raciocínio financeiro também indica que às maiores expectativas de ganhos, decorrentes da alavancagem financeira, está associada a elevação do nível de risco dos negócios.

Assim, temos de um lado indicações sustentadas em estudos sobre outras experiências no sentido de que a existência das operações a futuro pode levar a uma maior eficiência do mercado, contribuindo então para uma melhor alocação dos recursos na economia e elevando a eficiência alocativa tanto pelas oportunidades criadas via elevação do retorno esperado dos investidores por alavancagem, quanto pelo fato de reduzir-lhes o risco esperado ao possibilitar uma diversificação mais ampla de carteira. De outro lado, existem indicações de que tal modalidade de negociação, em sua atual condição, poderá conduzir uma maior especulação, favorecendo as grandes carteiras, concentrando o mercado nos títulos já beneficiados por elevada liquidez e lançando-o numa instabilidade de alto risco, cujos efeitos danosos já são bastante conhecidos (haja vista o Encilhamento — 1891-93 — e os movimentos especulativos de 1962 e 1971). A combinação dessas indicações será, portanto, a base para o desenvolvimento de nosso artigo.

Não pretendemos, neste estudo, discutir posições ou, mais precisamente, impressões já existentes e publicadas sobre este segmento do mercado acionário. Discutiremos sim, suas características estruturais e seu funcionamento, com vistas a observar se o comportamento do mercado acionário, após a introdução do mercado futuro, obedece a algumas leis fundamentais do mercado de capitais. Deste ponto em diante, a pesquisa poderia fornecer indicações de medidas para que um mercado, cujas potencialidades parecem ser promissoras, não seja coibido por equívocos ou estimulado por erros de apreciação.

METODOLOGIA E DEFINIÇÃO DA AMOSTRA

Neste artigo, analisaremos a concentração de negociações e as medidas de liquidez nos mercados à vista, a termo, a **futuro** e de opções, no período entre julho de 1977 e junho de 1980. Nesse sentido, trabalharemos com séries de dados mensais sobre volumes e quantidades negociadas, número de operações e freqüência dos negócios, levantados para as Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e de São Paulo.

O tratamento analítico dos dados será dividido em 2 conjuntos: no primeiro, estudaremos a modificação da conformação estrutural dos mercados, através da observação de sua concentração; no segundo, examinaremos a evolução do mercado à vista em termos de medidas alternativas de liquidez.

No segundo conjunto analítico, restringiremos nossas observações ao mercado da BVRJ, pelo fato de não termos ainda tido acesso aos dados da BVSP. Porém, no primeiro conjunto analítico, nossa análise cobrirá as duas praças. Em ambos os conjuntos trataremos as informações estratificadas em 4 grupos de papéis segundo os seguintes critérios:

a) O primeiro grupo (G-1) é constituído pelas ações de maior peso nas negociações a futuro, quais sejam:

— Banco do Brasil — Preferencial ao Portador;
— Vale do Rio Doce — Preferencial ao Portador; e
— Petrobrás — Preferencial ao Portador.

A constituição deste primeiro grupo fica respaldada, ainda, pelo tratamento diferencial quanto às exigências de margem no mercado. A fim de complementar as observações sobre este grupo particular de ações, criamos um segundo estrato que designaremos Grupo 1-A, que contém as outras ações destas empresas — as ações ordinárias nominativas do Banco do Brasil e as ações preferenciais nominativas e ordinárias nominativas da Petrobrás;

b) O segundo grupo (G-2) é constituído pelas ações que, tendo sido negociadas a futuro, apresentaram posições descobertas na maioria dos pregões amostrados. O G-2 inclui 12 ações;

c) O terceiro grupo (G-3) é constituído pelos demais papéis que tiveram posições de contratos futuros em alguns dos pregões mensais da BVRJ amostrados. Com base em uma amostra aleatória de 35 ações, examinamos o desempenho das ações individuais; e

d) Finalmente, do quarto e último grupo (G-4) constam as ações da BVRJ e da BVSP que não foram negociadas no mercado a futuro em nenhum pregão de amostragem. Para examinar o desempenho de ações individuais das duas amostras de 50 ações cada, inicialmente as ações do Grupo 4 foram escolhidas aleatoriamente e eliminadas sempre que constavam das duas bolsas. As ações componentes dos grupos G-2, G-3 e G-4 encontram-se arroladas em anexo.

No primeiro conjunto analítico, procuraremos observar, baseados em dados sobre volumes negociados, se houve mudanças na participação de cada grupo de ações no total de negociações realizadas em cada bolsa de valores. A concentração por grupo é observada para o mercado à vista, mercado futuro, mercado a termo e mercado de opções. Adicionalmente, o volume real de negociações é examinado para determinar se houve alterações na liquidez absoluta de cada grupo de ações.

No segundo conjunto analítico, examinaremos a evolução de medidas de liquidez para as ações individuais, escolhidas por amostra dos quatro grupos de ações definidos anteriormente. Consideramos como indicadores de liquidez o número de pregões em que a ação é negociada, o número de operações por pregão e a quantidade e valor das ações no lote médio negociado. Considerando os impactos no mercado causados pelos eventos enumerados na seção posterior, procuraremos identificar tendências que podem ser anormais e atribuíveis à implementação do mercado futuro na BVRJ.

Preocupamo-nos especialmente com considerações sobre a liquidez de títulos do terceiro e quarto grupos. Estas ações são principalmente das empresas de controle nacional privado, consideradas potencialmente as que poderiam mais se beneficiar através da captação de recursos no mercado primário. Vale ressaltar que a redução de sua liquidez no mercado secundário pode acarretar dificuldades na utilização dessa fonte de capitalização. Para atrair investidores em ações que não proporcionam liquidez, um preço mais baixo terá que ser oferecido. Isto implica um maior custo de capital para a empresa se ela deseja utilizar o mercado acionário, ou pode mesmo impedir a realização de seus programas de expansão, se as condições para capitalização são excessivamente desfavoráveis.

QUADRO DE REFERÊNCIA PARA A ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DO MERCADO DE AÇÕES

Com o propósito de analisar o comportamento do mercado de ações, arrolaremos alguns eventos cujos efeitos possam ter influenciado este mercado positiva ou negativamente, durante o período de julho de 1977 a junho de 1980. Com este quadro de referência, será possível indicar, embora de forma precária, algumas características de desempenho do mercado que não podem ser atribuídas, total ou parcialmente, à implantação da modalidade de negociação **a futuro.**

A política de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro tem sido conduzida, no fundamental, por uma ampla bateria de incentivos fiscais e por medidas administrativas e regulatórias emanadas do poder governamental. Esses incentivos e medidas, conquanto tenham gerado efeitos de impacto sobre o comportamento do mercado, não têm sido eficazes para a sua consolidação como fonte permanente de recursos voluntários para a capitalização das empresas nacionais.

De um lado, defrontamo-nos com medidas e incentivos atinentes ao desenvolvimento do mercado primário de ações e debêntures, onde se destacam a criação das subsidiárias do BNDE (EMBRAMEC, FIBASE e IBRASA em 1974) e o início dos programas FINAC e PROCAP em 1976. Cumpre observar que estes programas (FINAC e PROCAP), orientados para a capitalização da empresa nacional privada, ao serem criados, operaram até março de 1979 com uma correção monetária prefixada em 20%. A partir de 1979, esta taxa é corrigida passando para 70% da correção monetária variável das ORTN, com o que se obteve, para os financiamentos realizados depois de março de 1979, uma correção efetiva entre 30% e 40%. Mesmo com tal correção da taxa, os financiamentos realizados por esses programas atraíram mais o empresário do que desenvolveram novas fontes de captação voluntária pela utilização do mercado acionário.

De outro lado, dentre os incentivos voltados para o fortalecimento e dinamização do mercado secundário desses títulos, encontraremos, além dos Fundos 157, cuio impacto no mercado é dos mais significativos, uma série de incentivos relacionados ao tratamento tributário dos dividendos pelo Imposto de Renda que perduraram até dezembro de 1978, quando foi promulgado o Decreto-Lei nº 1.641, de 7/12/78. Com este diploma legal extinguia-se a isenção de tributação na fonte sobre dividendos de companhias abertas quando utilizados para subscrição de novas ações, e não mais se permitiu a dedução do imposto devido de 10% do valor das ações adquiridas em bolsa. Neste mesmo Decreto-Lei, foram concedidos incentivos ao mercado primário e ao FINOR e FINAM.

A criação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM — e a introdução da nova Lei das S.A. prometiam ao mercado, em 1978, maior eqüidade no tratamento do acionista minoritário e pequeno investidor. Seus resultados, no entanto, somente poderão ser avaliados no mercado ao longo do tempo. A nova Lei das S.A. também mudou a contabilização de lucro para a companhia aberta, provocando dificuldades em compatibilizar a análise do desempenho do lucro nos antigos e novos regimes de correção monetária.

A orientação da política de mercado de capitais no período coberto por nossa análise (julho de 1977 a junho de 1980) foi marcada pela busca de uma maior horizontalização de oferta no mercado acionário. Esta orientação consubstanciou-se, em princípio, na modificação das políticas de captação de recursos das empresas controladas pelo Estado, que não mais recorreriam ao mercado para tal fim.

Acompanhada pela introdução dos fundos de previdência privada no mercado e das modificações no estatuto dos fundos fiscais, assistiu-se a um despertar das ações ditas de segunda, terceira e quarta linhas no mercado bursátil, em detrimento daquelas de primeira linha, onde sobressaem as do Banco do Brasil, Petrobrás e Companhia Vale do Rio Doce. O fraco desempenho e reduzido interesse dos investidores nestas ações de primeira linha podem ser atribuídos em parte às medidas destas empresas, que provocaram reações negativas no mercado, como por exemplo, a extinção de bonificações em ações e sua substituição pelo carimbo em 1978, a eliminação do valor nominal, e, no caso do Banco do Brasil, a chamada de um significativo aumento de

capital via subscrição, em 1978, sem explicações claras para os acionistas no que diz respeito a uma justificativa. Adicionalmente, a evolução do lucro líquido destas empresas não foi favorável até o segundo semestre de 1979, como pode ser visto na Tabela 1. O interesse nestes papéis foi fortemente estimulado em 1980 pelas melhorias nos seus resultados no último semestre de 1979 e primeiro semestre de 1980.

TABELA 1 — Lucro Líquido — Empresas do Grupo 1

(em Cr$ bilhões)

Anos	1977		1978		1979		1980
Semestres	I	II	I[a]	II	I	II	I
Banco do Brasil	4,1	4,3	5,2	4,8	6,6	8,8	17,4
Petrobrás	8,8	6,6	11,3	10,6	8,7	12,8[b]	12,5
Companhia Vale do Rio Doce	0,9	0,2	0,8	0,1	0,5	0,5	6,0
TOTAL	13,8	11,1	17,4	15,5	15,7	22,1	35,9
Aumento Percentual	NR	(19,2)	56,1	(10,9)	1,5	40,5	62,1

Notas:

a Em 1978, o lucro líquido foi novamente definido segundo os critérios da Lei das Sociedades Anônimas. Estes dados não são estritamente comparáveis com os anos anteriores.

b Dados não consolidados.

Outros fatores e acontecimentos que ainda merecem destaque por terem influenciado diretamente o mercado de ações neste período foram o "caso Petrobrás", no início do ano de 1978, o "Pacote de Abril", em 1979, a promulgação do Decreto-Lei nº 1.704, de 23/10/79, que elevou as alíquotas do imposto sobre lucros das pessoas jurídicas, o "Pacote de Dezembro", de 1979, que causou a primeira maxidesvalorização do cruzeiro desde 1968, com suas seqüelas em termos de apropriação contábil pelas empresas e, finalmente, o "caso Vale", em março de 1980.

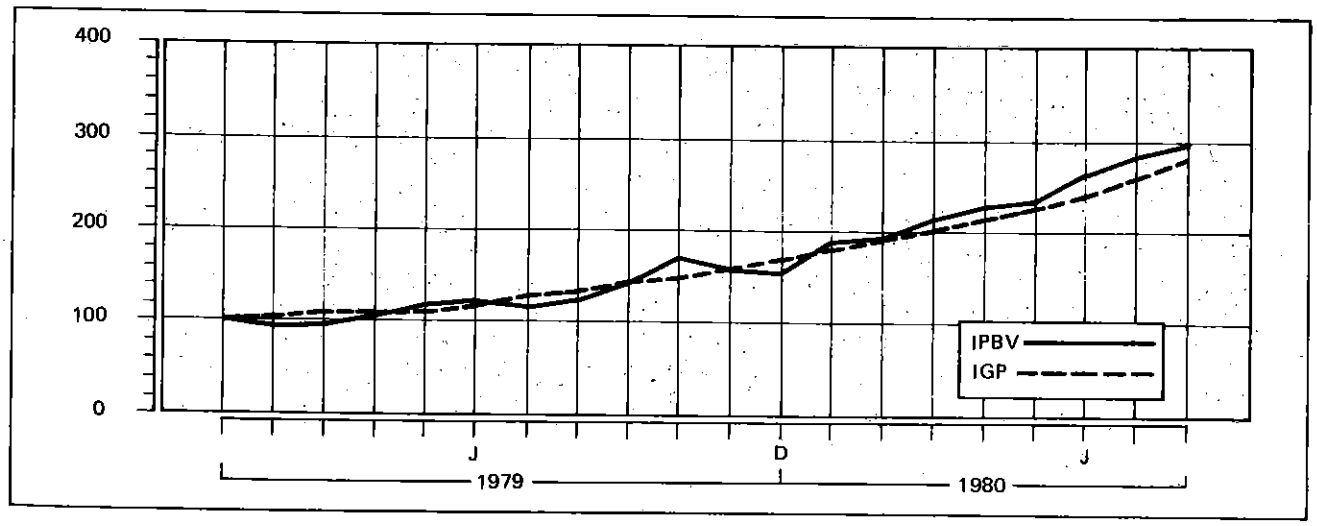
Dois aspectos parecem emergir dessas considerações. Em primeiro lugar, as quedas acentuadas no volume de negociações das bolsas de valores, no período 1977/78, podem ser associados às incertezas político-econômicas então prevalescentes. Em segundo lugar, a perda da importância relativa das ações de primeira linha pode ser atribuída à política de desconcentração das operações de mercado.

Todavia, à queda nos negócios de bolsa, seguiu-se a implementação da modalidade **a futuro**, como uma resposta à redução de rendas das corretoras, decorrente da redução das atividades do mercado acionário.

Paralelamente à introdução dessa nova modalidade de negociação, assistimos a um desaquecimento dos mecanismos institucionais de fornecimento dos recursos subsidiados. Frente às expectativas de redução dos subsídios e a uma modalidade mais dinâmica de operação em bolsa, os agentes envolvidos, tanto os poupadores individuais (motivados pela maior atratividade dos títulos de bolsa em comparação com as alternativas com correção monetária[3]),

[3] Veja, a este respeito, a tabela publicada na Conjuntura Econômica [1].

IPBV e IGP* — janeiro de 1979 a agosto de 1980 — janeiro 1979 = 100



* Disponibilidade interna, coluna 2

Nota:

Cumpre ressaltar que a valorização do IPBV tem acompanhado o nível da inflação, conforme se pode observar pelo exame do quadro acima.

quanto algumas das próprias instituições, antes supridoras de fundos principalmente para fomento, (que na presença do escasseamento de recursos, vêem-se obrigadas a agilitar suas posições de mercado), reposicionam-se frente aos mercados secundários, proporcionando a estes um novo alento a partir do segundo semestre de 1979.

No subperíodo janeiro de 1979 a junho de 1980, onde consta a existência do mercado futuro, ressaltamos como fatores explicativos de peso das oscilações apresentadas no mercado, as modificações introduzidas sobre as negociações a futuro e *day-trade*, principalmente. A primeira dessas modificações ocorreu em abril de 1979, quando a margem para as operações a futuro passou de 15% em títulos (pertencentes ao IBV) ou em espécie, e 5% em espécie, para 25%, sendo 10% em espécie e 15% em títulos ou em espécie. Com menor impacto esperado, temos a modificação dessa última margem no início de 1980, passando de 25% para 33% não só para as ações da Petrobrás, Vale do Rio Doce e Banco do Brasil, mas também para todas as ações negociadas no mercado futuro que tivesse margem em espécie. A segunda alteração a ser considerada é a modificação do calendário de liquidação dos títulos, passando-se a operar a cada 2 meses em lugar de fazê-lo trimestralmente.

Esta modificação não apresenta, todavia, maiores reflexos esperados sobre o desempenho do mercado. No entanto, a introdução, em março de 1980, da limitação das operações a futuro às ações componentes do IBV, deve, em termos de expectativas, dificultar um desenvolvimento mais amplo deste mercado, e facilitar as operações a termo, modalidade substituída, quase que completamente, pelas operações a futuro.

Finalmente, a suspensão das operações *day-trade* em maio de 1980, e sua posterior autorização com a introdução de margem (junho de 1980) foram os eventos que tiveram maior impacto sobre o mercado durante o período de estudo.

A combinação dos eventos observados permitirá criar um quadro de referência que possibilitará avaliar se os efeitos esperados, induzidos pelos eventos arrolados, se realizaram ou não, se, com a introdução do mercado a futuro, tais tendências podem ser explicadas e, ainda, se existem alguns efeitos que possam, nesses termos, ser considerados anormais.

Quadro Sinótico de Eventos com Possíveis Influências sobre o Mercado Acionário — Julho 1977-Junho 1980

Data	Evento	Efeitos Esperados sobre o Mercado
7/77	Empresas estatais proibidas de captar no mercado	Negativo (Grupos 1-1A) Positivo (demais grupos)
9/77-4/78	Entrada de recursos dos Fundos 157	Positivo
1/78	Entrada em vigor Lei das S.A.	Positivo
1/78	CVM entra em funcionamento	Positivo
1/78	Caso Petrobrás	Negativo
2/78	Resolução nº 460 dirige aplicações de entidades de previdência privada	Positivo
2/78	Aumento na corretagem	Negativo
4/78	Resolução nº 470 exige maior diversificação nas aplicações de Fundos Fiscais 157	Positivo
4/78	Introdução do Carimbo	Negativo
9/78-4/79	Entrada dos recursos dos Fundos 157	Positivo
12/78	Entrada dos recursos do PROCAP III. PROCAP — corretora	Positivo
1/79	Entra em vigor decreto eliminando incentivos para reinvestimento de dividendos e aplicações em bolsa (Decreto nº 1.641 — 7/12/78)	Negativo
1/79	Funcionamento do mercado futuro	Positivo
4/79	Pacote econômico do governo (correção para o PROCAP de 20% prefixos para 70% de correção monetária)	Negativo
4/79	Mudança de taxas de margens no mercado futuro	Negativo
5/79	Aumento na corretagem	Negativo
8/79	Alteração do calendário de liquidação no futuro, de trimestral para bimestral	Positivo
9/79	Limitação das taxas de juros	Positivo
9/79-4/80	Entrada dos recursos dos Fundos 157	Positivo
10/79	Alteração na alíquota de Imposto de Renda sobre pessoa jurídica	Negativo
12/79	Pacote econômico (maxidesvalorização e prefixação de correção monetária)	Positivo
1/80	Resolução nº 132 sobre taxas de margens no mercado futuro	Negativo p/ grupo 1 Positivo p/ demais
3/80	Caso Vale	Negativo
4/80	Imposição de IOF sobre negociações tipo financiadas	Negativo
5/80	Suspensão de operação *day-trade*	Negativo
6/80	Autorização de operações *day-trade* com margem	Positivo

ANÁLISE DAS TENDÊNCIAS GLOBAIS DE CONCENTRAÇÃO E LIQUIDEZ NO MERCADO ACIONÁRIO NO PERÍODO DE JULHO DE 1977 A JUNHO DE 1980

Nesta análise procuramos apontar algumas tendências na concentração e liquidez de negociações nos diversos mercados e grupos de ações que compõem as Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e de São Paulo. O objetivo principal deste trabalho consiste numa tentativa de associar as tendências observadas a partir de janeiro de 1979 com a introdução de uma nova modalidade de operação denomi-

nada mercado futuro na BVRJ. Infelizmente é impossível isolar todos os outros eventos de ordem econômica ocorridos no período estudado de tal forma que dispuséssemos da existência do mercado futuro e das tendências observadas nos diversos segmentos do mercado num contexto claro de causa e efeito.

Anteriormente a janeiro de 1979, tanto o mercado de ações do Rio de Janeiro quanto o de São Paulo revelaram volume decrescente de negociações. De julho de 1977 até dezembro de 1978 vários eventos com efeitos positivos e negativos ocorreram no mercado acionário. Até janeiro de 1979, eventos de efeitos tanto positivos quanto negativos ocorreram, provocando flutuações de alta e baixa nas ações, mas a tendência observada é de queda em ambos os mercados. Constata-se, por outro lado, que tanto no Rio quanto em São Paulo o mercado se desconcentra, indicando menor volume negociado e tendência de queda na participação relativa das ações do Grupo 1. Entretanto, mesmo num mercado em baixa constata-se uma firme tendência de alta nas aplicações reais nas ações dos Grupos 3 e 4 e tendência de alta na participação relativa destes 2 grupos. Em São Paulo esta tendência de desconcentração se processa com maior aceleração. É inegável que no período de julho de 1977 a meados de 1979 ocorreu um movimento de desconcentração em negociações nos mercados do Rio e São Paulo durante um período de queda em volumes reais totais.

Após janeiro de 1979, a tendência de queda dos mercados se inverte de maneira bastante acentuada. Que possíveis eventos teriam determinado esta mudança de tendência? (Veja o Quadro). Evidentemente, a característica fundamental do período em análise foi a exacerbação do processo inflacionário, em particular após janeiro de 1979. Entre os fatos econômicos listados como de efeitos positivos, encontra-se também, destacadamente, a introdução das operações a futuro na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

Embora eventos de caráter negativo tenham ocorrido, outros, de caráter positivo que não a introdução do mercado futuro, mais que contrabalançam os negativos. Existem evidências que sugerem que o mercado acionário, a longo prazo, pode ser um *hedge* contra a inflação.[4] No período de janeiro de 1979 a junho de 1980, além da introdução do mercado futuro, acreditamos que os eventos mais importantes que influenciaram o desempenho do volume de negociações no mercado foram a existência de uma economia de inflação acelerada e a prefixação das taxas de juros do lado positivo e, do lado negativo, o pacote econômico de dezembro de 1979 e a suspensão do *day-trade*.

A partir de agosto de 1979, ocorreu no Rio, como fato mais significativo, a reversão da tendência de desconcentração que vinha se desenvolvendo anteriormente. As ações do Grupo 1 passam a assumir percentagens cada vez maiores dos volumes negociados na BVRJ, cujo movimento — anteriormente pouco superior ao movimento da BVSP — passa a superar em muito os volumes registrados naquela Bolsa. As operações a futuro aumentam significativamente sua participação no volume global de negócios, concentrando-se nas ações do Grupo 1. Os Gráficos 1 a 6 revelam que todos os grupos, excetuando-se o Grupo 1, apresentaram uma tendência de participação relativa decrescente, apesar de mostrarem tendências de crescimento no volume negociado. A concentração observada no Rio nas ações do Grupo 1, fortemente evidenciada no período do surgimento do mercado futuro, também passa a ocorrer no mercado à vista.

Em São Paulo não se observa o fenômeno de concentração evidenciado no Rio. O mercado apresenta tendência de alta no volume de negociações desde o início de 1979, sem haver qualquer tendência de concentração nas ações do Grupo 1. Nas Tabelas 2 e 3 resumimos dados estatísticos sobre o volume médio mensal e a participação relativa dos diversos grupos nos períodos de julho de 1977 a dezembro de 1979, de janeiro de 1979 a junho de 1980 e de setembro de 1979 a junho de 1980.

Através da observação dos Gráficos e Tabelas apresentados, podemos concluir que o mercado futuro, não obstante seu efeito positivo em termos de volume, parece provocar um processo de grande concentração dos negócios nas ações do Grupo 1, tendência esta que se acentua mais a partir de setembro de 1979. Considerando que os mesmos eventos positivos e negativos afetaram tanto o mercado do Rio quanto o de São Paulo, podemos concluir também que há uma tendência de o mercado futuro concentrar negociações na Bolsa em que esta modalidade é utilizada.

Outro fato a ser observado, é que após janeiro de 1979, os outros grupos de ações, excetuando-se o Grupo 1, apresentam tendências positivas quanto a volumes reais negociados, embora todos percam em participação relativa. À primeira vista, isto reduz a probabilidade de que o funcionamento do mercado futuro diminua a liquidez de títulos no mercado à vista, especialmente para os Grupos 3 e 4, que não participam, ou têm uma participação inexpressiva, no mercado futuro. Se não houvesse o mercado futuro, poderíamos especular contrafactualmente se o aumento nas ne-

---

4 Para uma discussão de estudos empíricos relacionando inflação e retornos de ações ao investidor a curto e longo prazos, veja Ness [6].

gociações verificado no mercado acionário teria sido realizado. Se este aumento ocorresse devido a outras razões, existiriam outros fatores — como a melhoria no lucro líquido das empresas estatais — que explicariam aumentos significativos nos preços e volumes negociados das ações do Grupo 1. Pode-se cogitar que este fato também deveria ter ocasionado um aumento na concentração de negociações observada no fim de 1979 e início de 1980.

GRÁFICO 1 — Valores Relativos do Total de Negociações no Agregado das Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e de São Paulo, por Grupo de Ações

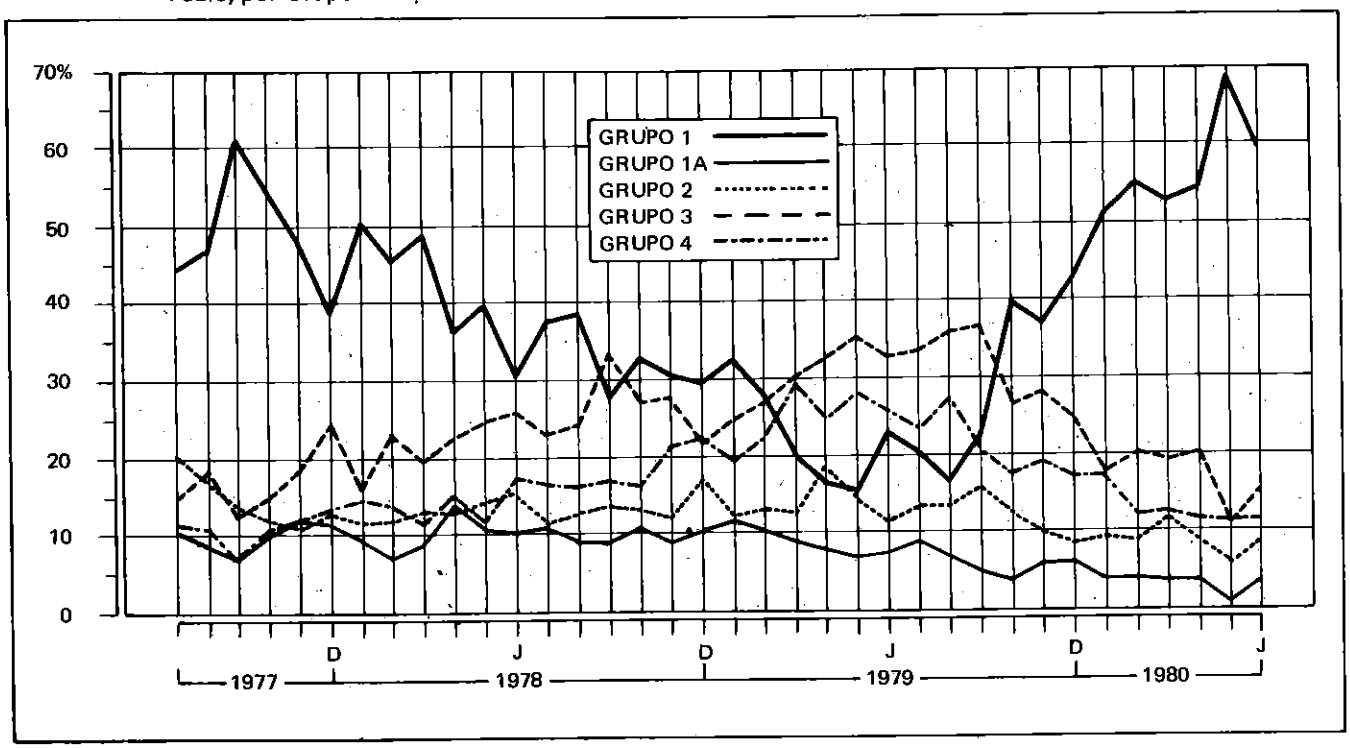


GRÁFICO 2 — Valores Relativos do Total de Negociações na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, por Grupo de Ações

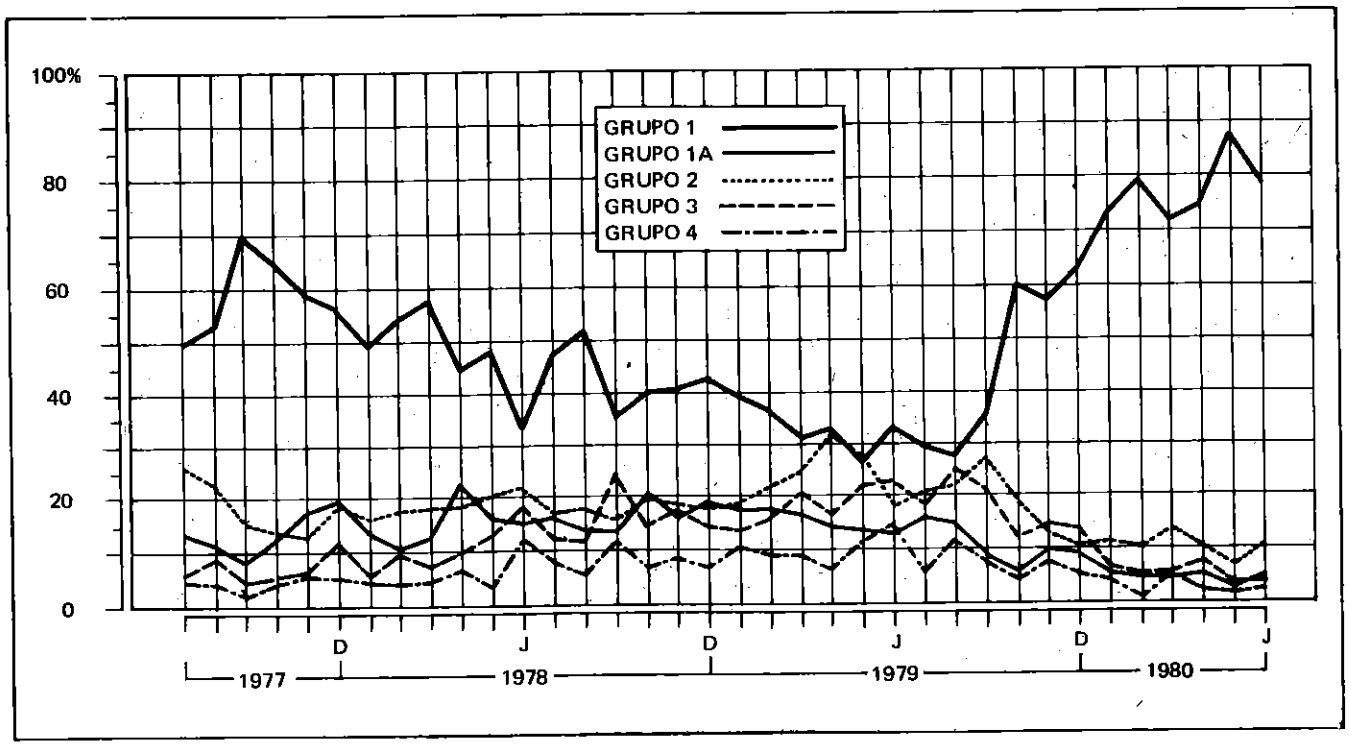


GRÁFICO 3 — Valores Relativos do Total de Negociações na Bolsa de Valores de São Paulo, por Grupo de Ações

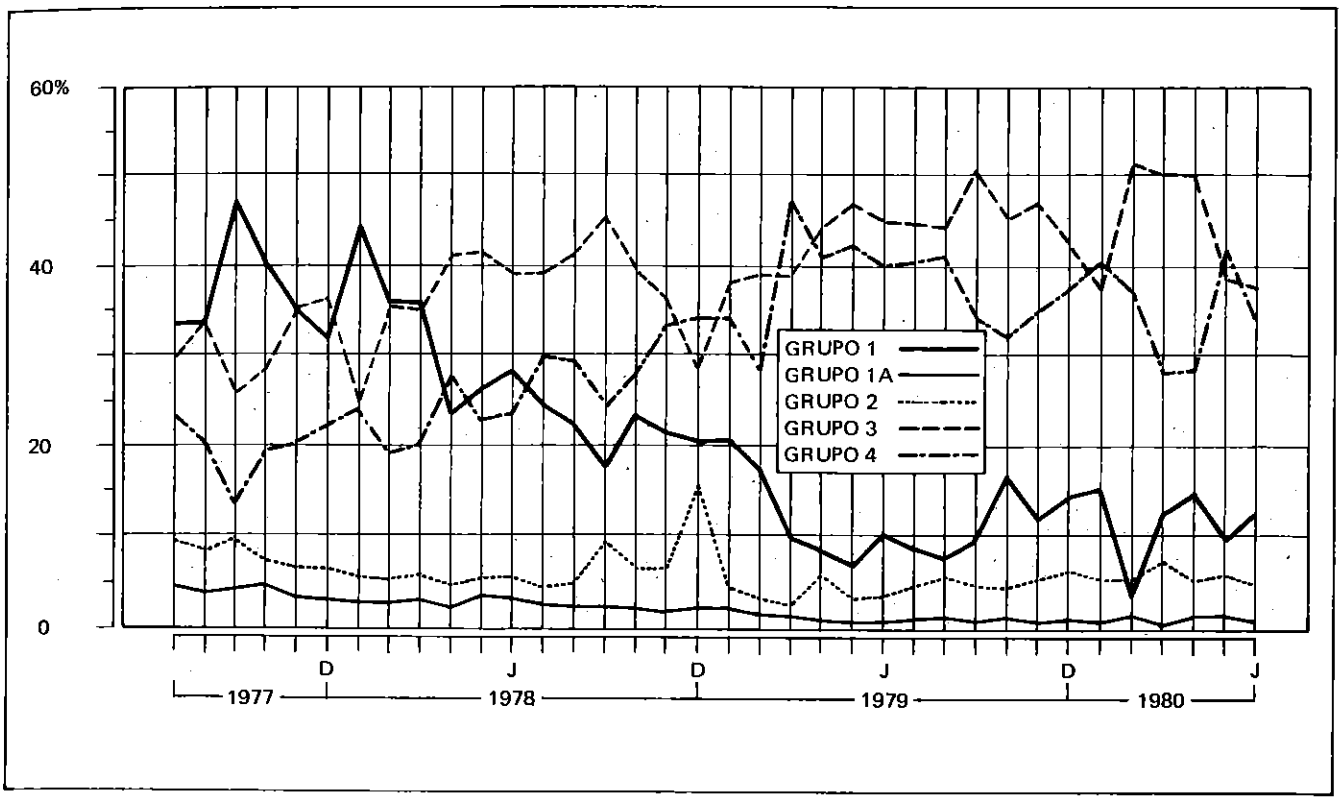


GRÁFICO 4 — Valores Relativos do Volume de Negociações no Mercado à Vista da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, por Grupo de Ações

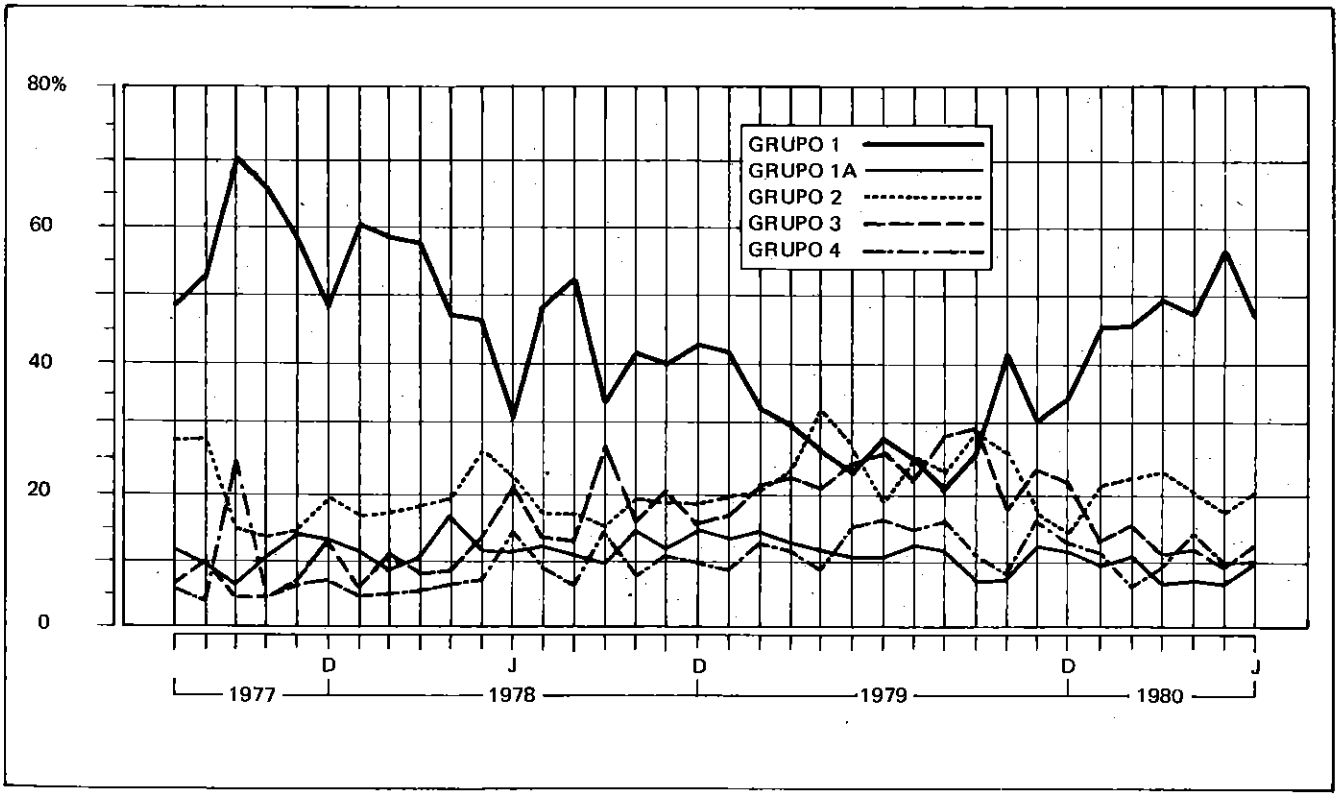


GRÁFICO 5 – Valores Relativos do Volume de Negociações no Mercado à Vista da Bolsa de Valores de São Paulo, por Grupo de Ações

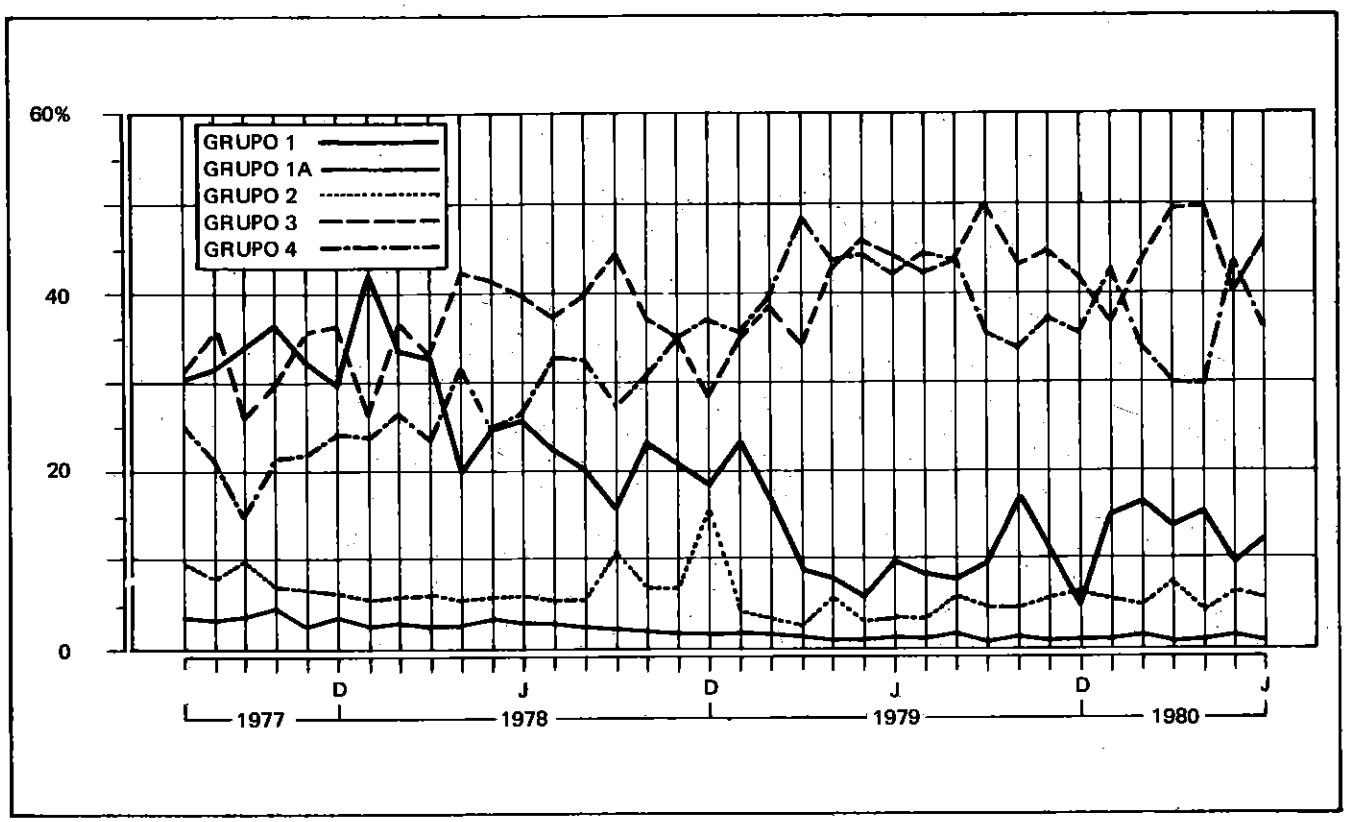


GRÁFICO 6 – Valores Relativos do Volume de Negociações no Mercado Futuro da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, por Grupo de Ações

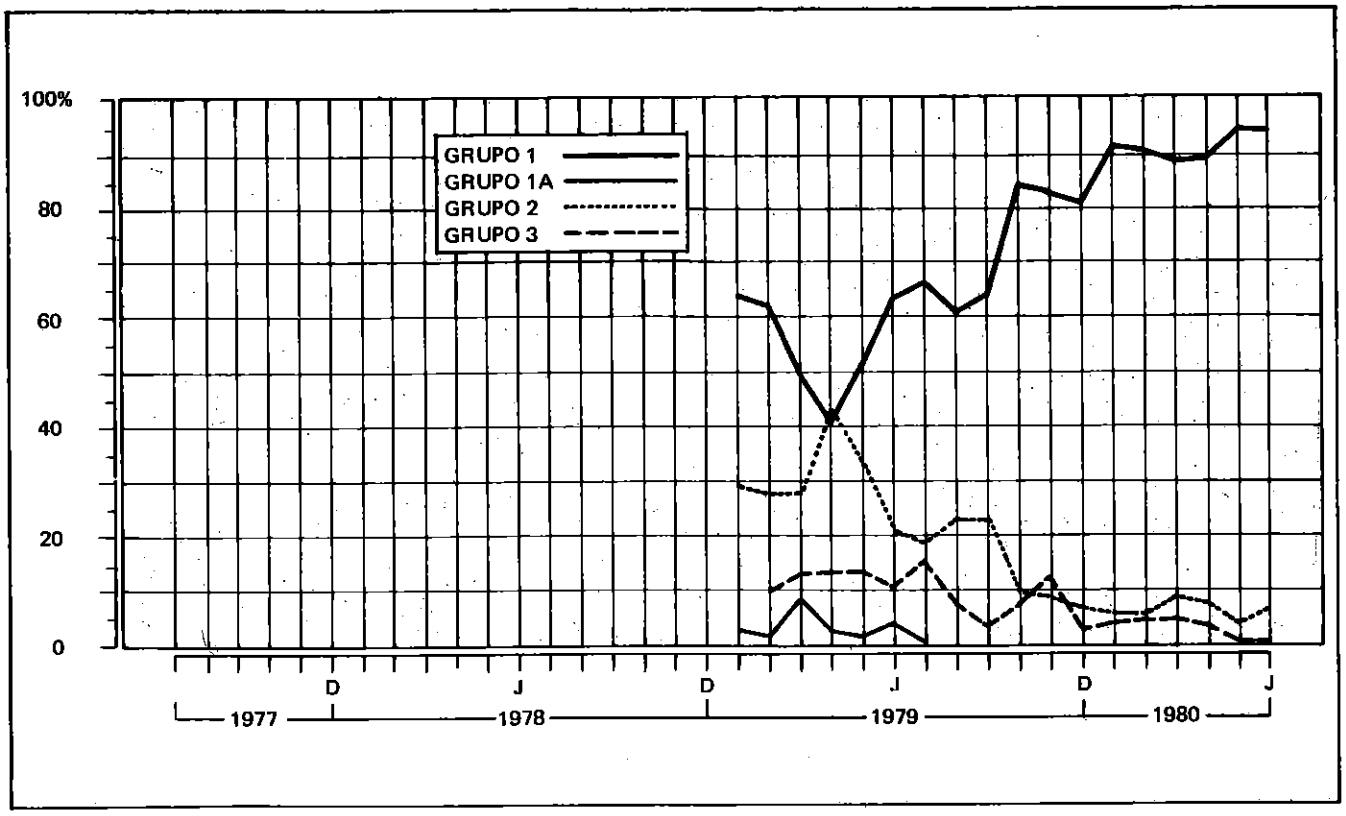


TABELA 2 – Média Mensal dos Volumes de Ações Negociadas

(em Cr$ bilhões de junho de 1980)

	antes de 1/79	depois de 1/79	de 9/79 a 6/80
Mercado à Vista			
RJ: Grupo 1	2,85	1,71	2,33
Grupo 1A	0,62	0,43	0,46
Grupo 2	1,02	1,01	1,19
Grupo 3	0,62	0,79	0,83
Grupo 4	0,40	0,53	0,58
SP: Grupo 1	1,37	0,78	1,06
Grupo 1A	0,13	0,07	0,08
Grupo 2	0,30	0,32	0,04
Grupo 3	1,67	2,78	3,51
Grupo 4	1,22	2,43	2,86
Ambos: Grupo 1	4,22	2,49	3,39
Grupo 1A	0,75	0,50	0,54
Grupo 2	1,32	1,33	1,23
Grupo 3	2,29	3,57	4,34
Grupo 4	1,62	2,96	3,44
Mercado a Termo			
RJ: Grupo 1	0,62	0,04	0,01
Grupo 1A	0,34	0,31	0,30
Grupo 2	0,21	0,05	0,02
Grupo 3	0,07	0,04	0,02
Grupo 4	–	–	–
SP: Grupo 1	0,27	0,07	0,07
Grupo 1A	0,03	0,01	0,01
Grupo 2	0,04	0,03	0,04
Grupo 3	0,18	0,26	0,31
Grupo 4	0,04	0,06	0,05
Ambos: Grupo 1	0,89	0,11	0,08
Grupo 1A	0,37	0,32	0,31
Grupo 2	0,25	0,08	0,06
Grupo 3	0,25	0,30	0,33
Grupo 4	0,04	0,06	0,05
Mercado Futuro			
RJ: Grupo 1	–	5,52	9,24
Grupo 1A	–	0,00	0,00
Grupo 2	–	0,46	0,64
Grupo 3	–	0,22	0,33
Grupo 4	–	–	–
Mercado de Opções			
SP: Grupo 1	–	0,04	0,04
Grupo 1A	–	–	–
Grupo 2	–	0,00	0,01
Grupo 3	–	0,03	0,03
Grupo 4	–	–	–
Total Ações			
RJ:	6,7	11,1	17,3
SP:	5,2	6,8	9,4

TABELA 3 -- Participação Relativa dos Grupos de Ações no Total dos Mercados – Rio de Janeiro e São Paulo

(em %)

Período / Especificação	antes de 1/79	depois de 1/79	de 9/79 a 6/80
Grupo 1	40,93	36,49	51,41
Grupo 1A	9,63	5,89	3,93
Grupo 2	12,44	11,50	9,23
Grupo 3	21,72	26,46	20,82
Grupo 4	15,28	19,66	14,61
Rio de Janeiro			
Grupo 1	49,68	51,71	71,12
Grupo 1A	14,91	9,96	5,61
Grupo 2	18,17	17,36	11,44
Grupo 3	10,93	13,70	7,94
Grupo 4	6,31	7,27	3,89
São Paulo			
Grupo 1	30,24	11,65	12,36
Grupo 1A	3,03	1,13	1,14
Grupo 2	7,06	4,90	5,61
Grupo 3	35,42	44,86	45,85
Grupo 4	24,25	37,57	35,04

ANÁLISE DAS MEDIDAS DE LIQUIDEZ DE UMA AMOSTRAGEM DE AÇÕES

A falta de liquidez no mercado de um determinado título é evidenciada pela maior volatilidade do seu preço ou por atraso na realização de uma ordem. No primeiro caso, devido à iliquidez, o comprador tem que pagar um preço maior para atrair algum vendedor, ou um vendedor tem que aceitar um preço menor para conseguir um comprador. No segundo caso, devido ao desinteresse no título ou à insistência do cliente para que a ordem seja realizada somente dentro de alguns limites de preço ou quantidade, ocorre uma demora entre a entrega da ordem e sua realização.

Neste tópico examinamos, com base na amostragem de ações negociadas na BVRJ, anteriormente definida, medidas de freqüência de negociação. Procuramos verificar se ocorreram mudanças na freqüência, visto que as ações dos diferentes grupos foram negociadas no período posterior à introdução do mercado futuro na BVRJ. Os indicadores utilizados foram a percentagem de pregões da Bolsa no mês em que a ação foi negociada e o número médio de operações realizadas. Finalmente, examinamos se as características básicas de negociações foram alteradas em decorrência de variações na quantidade e valor real do lote médio de ações negociadas.

ANÁLISE DE FREQÜÊNCIA NO PREGÃO DA BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO

A Tabela 4 indica a percentagem de ações de cada grupo negociado, no mínimo, uma vez em cada mês. As médias mostradas para subperíodos são baseadas nas percentagens mensais calculadas. Todas as ações dos Grupos 1 e 1A foram negociadas em todos os meses cobertos pelo estudo. Somente uma ação do Grupo 2 não foi negociada nos 4 primeiros meses cobertos pelo estudo. Observamos, em contraste, a infreqüente presença da maioria de ações dos Grupos 3 e 4 no pregão. Somente 27% das ações do Grupo 3 e 14% do Grupo 4 foram negociadas no mínimo uma vez em todos os meses do estudo.

TABELA 4 — Presença de no Mínimo uma Negociação por Mês na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro

	Número de Ações por Grupo*	Média 7/77 a 12/78 (em %)	Média 1/79 a 8/79 (em %)	Média 9/79 a 6/80 (em %)	Percentual Negociado em Todos os Meses
Grupo 1	3	100,0	100,0	100,0	100,0
Grupo 1A	3	100,0	100,0	100,0	100,0
Grupo 2	12	97,7	100,0	100,0	83,3
Grupo 3	30	41,1	52,1	64,7	26,7
Grupo 4	44	52,5	60,5	59,8	13,5

* Para 5 ações do Grupo 3 e 6 ações do Grupo 4 os dados não foram fornecidos.

Constatamos que, após a introdução do mercado futuro na BVRJ, houve um aumento na freqüência de ações dos Grupos 3 e 4. No período de setembro de 1979 a junho de 1980, em média, 64,7% das ações do Grupo 3 e 59,8% do Grupo 4 tiveram, no mínimo, uma negociação mensal, em contraste com 41,1% e 52,5%, respectivamente, nos 18 meses anteriores à introdução do mercado futuro. Ademais, esta tendência representa principalmente o esforço da BVRJ para atrair negociações de empresas registradas em outras bolsas de valores e corretoras de outras praças em seu pregão. Vale frisar que o estabelecimento do mercado futuro não coincide com qualquer diminuição na presença ocasional de ações destes grupos no pregão.

Para cada ação constante dos grupos de ações escolhidas, comparamos o número de pregões em que a ação foi cotada com o número total de pregões da BVRJ naquele mês. O resultado apresentado, para cada grupo de ações, é a média dos resultados de cada ação tomada separadamente. Lembremos que os Grupos 3 e 4 são representados por 30 e 44 ações, respectivamente, das amostras originalmente escolhidas, sendo cada uma destas ações negociada, no mínimo, uma vez na BVRJ no período de julho de 1977 a junho de 1980.

A média das percentagens do número de pregões em que as ações de cada grupo foram uma ou mais vezes negociadas, não revelou uma tendência de aumento muito definida no período que se seguiu à introdução do mercado futuro. As ações do Grupo 3 participaram, em média, em 26% dos pregões no período de setembro de 1979 a junho de 1980, em comparação com 22% no período anterior à introdução do mercado futuro. Em contraste, a presença das ações do Grupo 4 caiu de 18% para 15% entre os 2 subperíodos. Após o aumento da participação em setembro e outubro de 1979, caiu a freqüência de negociação de cada grupo. Apesar dos esforços da BVRJ no sentido de ampliar seu mercado, e a forte subida em preços e volumes neste mesmo mercado entre agosto de 1979 e junho de 1980, as ações que não participam, ou participam só marginalmente, no mercado futuro não mostraram uma presença mais freqüente nos pregões quando medidas com base no número de pregões em que apresentaram, no mínimo, uma negociação.

ANÁLISE DO NÚMERO DE OPERAÇÕES DIÁRIAS DE AÇÕES NEGOCIADAS

Foi medido para cada ação o número médio de operações realizadas durante os pregões em que a ação foi negociada. Para cada grupo, em cada mês, a média foi calculada com base no número médio de operações realizadas com essas ações que tiveram, no mínimo, uma negociação durante o mês.

A Tabela 5 indica a grande diferença no número médio de operações entre os diferentes grupos. Uma ação do Grupo 1 mostra uma média de operações maior que 100 em 35 dos 36 meses estudados. As outras ações destas mesmas empresas que constam do Grupo 1A apresentaram uma média diária entre 35 e 86 negociações nos meses estudados. As ações do Grupo 2 tiveram uma freqüência de operações um pouco menor, variando em médias mensais entre 19 e 42 por dia. Todos estes grupos mostraram uma queda acentuada no número de operações ao fim de 1978 e início de 1979. Os Grupos 1 e 2 começaram a recuperar a freqüência anterior de operações depois de agosto de 1979. As ações do Grupo 1A, talvez influenciadas pela maior importância de outras ações das mesmas empresas no mercado futuro, mantiveram sua freqüência diária de negociações depois de setembro de 1979 em nível pouco superior ao registrado nos primeiros 8 meses do ano, porém menor do que o observado no período de julho de 1977 a dezembro de 1978.

As ações de menor liquidez (Grupos 3 e 4) mostram freqüências médias diárias de operações de 5 ou menos nos dias em que foram cotadas em Bolsa. As freqüências médias destas ações foram pouco afetadas pela retração do mercado em 1978 e primeira metade de 1979. O número médio de operações diárias para ações do Grupo 3 foi 3,2 entre

julho de 1977 e dezembro de 1978, 3,0 entre janeiro e agosto de 1979, e 2,8 para o subperíodo entre setembro de 1979 e junho de 1980. Para as ações do Grupo 4, o número médio diário de operações ficou próximo de 2,0 desde janeiro de 1978. Todavia, no período após a introdução do mercado futuro, não pudemos constatar uma deterioração sistemática na liquidez medida pelo número de operações por dia. Da mesma forma, não pudemos constatar um maior interesse nas ações dos Grupos 3 e 4 compatível com um mercado mais ativo e em alta.

TABELA 5 — Dados Básicos — Medidas de Liquidez

(em %)

	7/77 a 12/78	1/79 a 9/79	9/79 a 6/80
I. Percentagem de Pregões em que a Ação Foi Negociada			
Grupo 1	100	99	100
Grupo 1A	99	97	99
Grupo 2	89	90	89
Grupo 3	22	23	26
Grupo 4	18	16	15
II. Número Médio Diário de Operações por Ação Negociada			
Grupo 1	216	121	182
Grupo 1A	67	42	47
Grupo 2	28	24	32
Grupo 3	3,2	3,0	2,8
Grupo 4	2,3	2,0	2,2
III. Lote Médio por Ação Negociada (em mil)			
Grupo 1	25	40	59
Grupo 1A	18	36	45
Grupo 2	27	48	71
Grupo 3	48	131	324
Grupo 4	24	99	77
IV. Lote Médio por Ação (em Cr$ mil de junho de 1980)			
Grupo 1	188	130	237
Grupo 1A	113	101	126
Grupo 2	144	137	156
Grupo 3	249	422	729
Grupo 4	126	386	303

ANÁLISE DO LOTE MÉDIO NEGOCIADO

O tipo de negociação realizada com uma ação pode ser analisado com base no volume médio de negociação. Esta análise permite observar se as negociações são dominadas por pequenos investidores ou por investidores institucionais ou pessoas físicas com grandes recursos financeiros. O tamanho do lote pode ser medido pela quantidade de ações, pelo volume de negociação, ou pelo volume real (deflacionado) de negociação. Primeiro, utilizamos a quantidade média de ações negociadas. Devido ao fato de, com a alta taxa de inflação observada nos últimos anos, várias empresas continuarem a distribuir bonificações a seus acionistas com a criação de ações adicionais, pode-se esperar que o volume médio de ações aumente durante o período estudado.

A Tabela 5 mostra a média dos lotes para as diferentes ações em cada grupo, negociadas durante o mês. O lote médio de uma ação negociada uma vez no mês teria o mesmo peso que uma ação negociada em cada pregão. Notamos que os menores lotes médios são compatíveis com as ações do Grupo 1A (ações nominativas do Banco do Brasil e Petrobrás). Em seguida, aparecem as ações do Grupo 1, com lotes médios um pouco maiores que as *blue chips* do Grupo 2. O lote médio em cada um destes 3 grupos aumentou entre 100% e 200%, quando comparados o período de setembro de 1979 a junho de 1980 com o de julho de 1977 a dezembro de 1978.

O desenvolvimento mais marcante em termos do porte do lote negociado foi o expressivo aumento no lote médio negociado com ações do Grupo 3. O lote médio aumentou de 48 mil, no período de julho de 1977 a dezembro de 1978, para 131 mil entre janeiro de 1979 e agosto de 1979, e para 324 mil entre setembro de 1979 e junho de 1980. Esta evolução claramente indica que grandes investidores se concentraram em negociações com ações do Grupo 3 e, em menor escala, do Grupo 4, no período subseqüente à introdução do mercado futuro. As ações dos Grupos 1 e 1A — grandes empresas estatais — são excluídas de parcelas das carteiras de investidores institucionais, reservadas às ações de empresas de controle privado nacional. Outras restrições que exigem a diversificação de carteiras também podem ter impelido estes investidores às ações de empresas dos Grupos 3 e 4. Durante o período, reservas técnicas de fundos de pensão começaram a ser aplicadas compulsoriamente em ações e debêntures. A Resolução nº 470 de 25/4/78 do Banco Central do Brasil, que proibiu a partir do segundo semestre de 1978 o uso de corretoras do mesmo grupo para transações de Fundos Fiscais 157, também deve ter contribuído para negociações de maiores lotes de ações dos Grupos 3 e 4 dos quais constam uma grande parcela de suas carteiras, visando minimizar despesas de corretagem.

A análise do lote médio real (expresso em cruzeiros de junho de 1980) confirma estes resultados. A média mensal dos lotes para os Grupos 3 e 4 aumentou 193% e 140%, respectivamente, quando comparamos as médias mensais dos períodos de julho de 1977 a dezembro de 1978 com as de setembro de 1979 a junho de 1980. O valor dos lotes médios foram significativamente maiores para estes grupos do que para as ações dos Grupos 1, 1A, e 2, que são mais freqüentemente negociadas. Notamos que para estes grupos o lote médio mostrou quedas no período imediatamente posterior à criação do mercado futuro, mas recuperou-se no período de setembro de 1979 a junho de 1980 aos valores de 26%, 12% e 8% respectivamente maiores em termos reais do que no período anterior à criação do mercado futuro.

O crescimento marcante real no volume de negociações de ações dos Grupos 3 e 4, indicado anteriormente neste estudo, não foi conseqüência de maior liquidez através de maior freqüência diária no pregão, ou de um aumen-

to no número de operações nos dias em que as ações são negociadas. O aumento no volume real foi aparentemente causado pelo maior interesse de grandes investidores em ações de empresas raramente negociadas. Presentemente é comum observar estas ações negociadas em lotes várias vezes maiores que o lote típico para as ações de empresas que apresentam maior freqüência de negociação no mercado (Grupos 1, 1A e 2). Esta tendência suscita dúvidas se a liquidez de pequenos lotes de ações de empresas dos Grupos 3 e 4 não se deteriorou no período que se estende desde a introdução do mercado futuro. Notamos que, para o Grupo 3, a média dos lotes médios em cada mês para as ações desse grupo supera 100 mil em cada mês desde maio de 1979. Em contraste, os lotes médios para o Grupo 4 variam significativamente, em alguns meses aproximando-se do lote médio das *blue chips*, e em outros meses aproximando-se dos grandes lotes médios do Grupo 3.

CONCLUSÕES

O período posterior à introdução do mercado futuro testemunhou uma forte concentração de negociações nas ações preferenciais ao portador das grandes empresas estatais (Petrobrás, Banco do Brasil e Vale do Rio Doce) na BVRJ. Esta tendência foi observada no mercado como um todo e também no mercado à vista. Na BVSP, não se observou tendência semelhante. O aumento de concentração no Rio resultou de um maior volume de negociações de ações do Grupo 1 e não de reduções em volumes reais de negociações para os outros grupos. O aumento de concentração em ações do Grupo 1 não pode ser atribuído exclusivamente à introdução do mercado futuro, posto que coincidiu com melhorias significativas na rentabilidade de todas as 3 empresas integrantes do Grupo 1.

A ênfase dada às ações do Grupo 1, negociadas no mercado futuro, reduziu o interesse relativo em outras ações das mesmas empresas (Grupo 1A).

Outras ações foram identificadas como assumindo posições descobertas no mercado futuro em mais da metade dos pregões constantes da amostra. Apesar de não conquistar uma maior parcela do mercado, estas ações acompanharam as do Grupo 1 em termos da evolução do número médio diário de operações e do crescimento do lote médio. Embora estas ações continuassem a ser negociadas, em média, dezenas de vezes diariamente, não podemos confirmar a existência de problemas relativos à liquidez destas ações, nem antes nem após a introdução do mercado futuro.

Os outros 2 grupos de ações, tomados de per si, são negociados esporadicamente nas bolsas de valores. Das ações com ocasionais posições no mercado futuro somente 29% foram negociadas, no mínimo uma vez por mês nos 36 meses estudados, na BVRJ. As negociações com ações do Grupo 4, que nunca participaram no mercado futuro, por uma ou outra razão, são ainda menos freqüentes. Estas ações apresentam problemas crônicos de falta de liquidez que poderiam ter sido agravados com o desenvolvimento do mercado futuro.

À primeira vista, o aumento no valor real destas ações negociadas na BVRJ e BVSP indica alguma melhoria em sua liquidez no período subseqüente à introdução do mercado futuro. Uma investigação das características de liquidez de amostras de ações na BVRJ indica que esta conclusão não procede. O aumento na percentagem de pregões em que estas ações foram negociadas foi modesto. Não se observou uma tendência de aumento no número de operações realizadas por dia quando estas ações são negociadas. O aumento no valor real resultou de uma grande concentração de investidores institucionais e de grande porte, nestas ações, que aumentou fortemente o lote médio negociado.

Cumpre, finalmente, relembrar que o estudo das características de liquidez foi realizado sem análise de dados para amostras de ações na BVSP, onde estão concentradas as negociações de ações de empresas que não participam efetivamente do mercado futuro da BVRJ. A presente pesquisa também não analisou as mudanças nas características de risco e retorno de ações, importantes para entender possíveis efeitos do mercado futuro sobre a eficiência e liquidez do mercado.

ANEXO – COMPOSIÇÃO DOS GRUPOS AMOSTRAIS

GRUPO 1
Banco do Brasil – pp
Petrobrás – pp
Vale do Rio Doce – pp

GRUPO 1A
Banco do Brasil – on
Petrobrás – on
Petrobrás – pn

GRUPO 2
Acesita – op
Belgo – op
Brahma – pp
Souza Cruz – op
Docas de Santos – op
Lojas Americanas – op
Refinaria Manguinhos – on
Mannesmann – op/pp
Montreal – pp
Samitri – op
White Martins – op

GRUPO 3
Fichet – op
Betumarco Engenharia – op
Açonorte – pp
Fábrica Bangu – pp
Brafer – pp

Cimento Portland Itaú — pp
Cimetal Siderurgia — op/pp
Phebo — op
Barbará — op
Aratú — op
Eluma — op
Varig — pp
Banco Agr. M. Gerais — pp
Transauto — pp
Imcosul — pp
Banco do Estado de São Paulo — pp
Fundição Tupy — op
T. Janer — pp
Aços Anhanguera — op
Coest Construtora — pp
Brasimet — op
Lark Máquinas — op
Cacique — pp
São Paulo Alpargatas — op
Aços Vilares — pp
Dona Isabel — op
Tibras — pp
Casas Masson — pp
D. F. Vasconcellos — pp
Solorrico — op
Bozano Simonsen — pp
Munck — op
Bicicletas Monark — op
Mangels — op

GRUPO 4
São Paulo
Ifema — op
J. H. Santos — op
Tecnosolo — pp
Manasa — pp
Real de Investimento — pp
Bandeirantes Investimento — pp/on
Baumer — op/pp
Arno — pn
Prosdócimo — pp
Máquinas Piratininga — on
Melhoramentos de São Paulo — pp/op
Bardella — pp
Lojas Renner — pp
Banco do Estado do Rio Grande do Sul — pn
Ericsson — pp
Ferroligas — op
Sadia Concordia — pn
Benzenek — pp
Banco Noroeste do Estado de São Paulo — pp
Citrobrasil — pp
Cetenco — op
Têxteis Renaux — pp
Banco Unibanco de Investimento — pp
Santa Constância — pp
Cesp — op
Hercules — op
Marcopolo — pp
Banco Maissonnave de Investimento — pn
Banco Real — pp
Gomes de Almeida — one
Banco Econômico — on
Madeirit — pp
Banco de Crédito Real de Minas Gerais — on
Eucatex — op
Mercantil — pn
Atma — op
Lonaflex — pp
Iguaçu Café — op
Plásticos Mimo — op
Financial — pn
Comind Banco de Investimento — pn

Rio de Janeiro
Ferbasa — pe
Emil Romani — pp
Ferro Brasileiro — op
Correa Ribeiro — pn
Boavista — on
Aratú — pn
Consul — pp
Antárctica — pp
Casa Anglo — pp
Açonorte — pn
Estrela — op/pp
Refrigeração Paraná — pp
Marcovan — pp
Abramo Eberle Metalúrgica — pp
Mundial Couro — pp
Perdigão — pp
Serviços Aéreos Cruzeiro do Sul — pn
Banco Francês e Brasileiro — on
Ecisa — op
Siderúrgica Pains — on
Fertisul — pn
Banco do Estado do Ceará — pn
Pirelli — on
Sul América Capitalização — on
Siderúrgica Guaíra — pp
Sul América T. M. A. Cia. Seg. — on
Apolo — op
Docas Imbituba — op
Datamec — pn
Unibanco — on
Buettner — pn
Asa-Alumínio — pe
Cica — pp
Magnesita — pp
Banco Unibanco de Investimento — pn
Real S. A. Part. e Adm. — on
Banco Bradesco de Investimento — on
Casa José Silva — pp
Real Cia. Inv. — pn
Brasil Energia — op
Banerj — on
Cédula — on
Manah — pp
Eternit — pp
Sondotécnica — op
Real Café — op
Banco do Estado da Bahia — pp

BIBLIOGRAFIA

1 CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro, FGV, v. 34, n. 9, p. 63, set. 1980.

2 A CRACKDOWN on financial futures? *Business Week*, New York, McGraw-Hill, n. 2649, p. 93, Aug. 11, 1980.

3 KLEMKOSKY, Robert C. & MANESS, Terry S. The impact of options on the underlying securities. *The Journal of Portfolio Management*, New York, Institutional Investor, v. 6, n. 2, pp. 12-8, Winter 1980.

4 LINS, Luis Felipe. Aspectos descritivos do mercado futuro de ações. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais,* Rio de Janeiro, IBMEC, v. 6, n. 17, pp. 248-51, maio/ago. 1980.

5 NATHAN, Robert P. & Associates. *Review of initial trading experience at the Chicago Board Options Exchange.* Dec. 1974.

6 NESS, JR., Walter Lee. Inflação e mercado de capitais. In: SEMINÁRIO INTERNACIONAL SOBRE MERCADO DE CAPITAIS E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, Rio de Janeiro, 1976. *Mercado de capitais e desenvolvimento econômico.* Rio de Janeiro, IBMEC, 1977. pp. 261-86.

7 PHILLIPS, Susan M. & SMITH, JR., Clifford W. Trading costs for listed options: the implications for market efficiency. *Journal of Financial Economics,* Amsterdam, North-Holland, v. 8, n. 2, pp. 179-201, June 1980.

8 TRENNEPOHL, Gary L. & DUKES, William P. *CBOE options and stock volatility.* Unpublished manuscript. *Apud.* KLEMKOSKY, Robert C. & MANESS, Terry S. The impact of options on the underlying securities. *The Journal of Portfolio Management,* New York, Institutional Investor, v. 6, n. 2, pp. 12-8, Winter 1980.

A Evolução Recente do Mercado de Capitais para Decisões Estratégicas e Regulatórias

Ney O. Brito

José C. Menezes *

Este trabalho examina as características e a distribuição dos negócios em ações no mercado à vista da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro bem como as características e evolução do mercado de corretoras. Os resultados indicam que o mercado vem se desconcentrando com ganhos de volume de negociações em ações da segunda e terceira linhas. Indica ainda que a proporção de negociações diretas vem aumentando e que o mercado de corretoras vem se concentrando, sendo os ganhos de mercado das grandes corretoras conglomeradas significativo. Os resultados apresentados trazem implicações para decisões estratégicas e regulatórias de corretoras que são também discutidas.

This article examines the characteristics and the distribution of the volume traded in the spot market of the Rio de Janeiro Stock Exchange and the characteristics and evolution of the brokerage market. The results indicate a deconcentration of trading with gains in the volume of shares by the stocks of smaller companies. However, the proportion of direct trades (the buyer and seller are clients of the same broker) is increasing. The brokerage market is becoming more concentrated and the large brokerage houses associated with financial conglomerates are posting significant gains in market share. These results have implications for strategic decisions of brokerage houses and for regulatory decisions, which are also discussed.

INTRODUÇÃO

Este trabalho discute a evolução recente do mercado à vista da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) no período de 1973 a 1979. Após discutir brevemente os aspectos gerais de evolução histórica da BVRJ, o trabalho prossegue estudando o mercado à vista de ações e o mercado de corretoras.

A análise do mercado à vista examina para diversos grupos de ações a distribuição dos negócios, a proporção de negócios em operações diretas e a freqüência de presença em pregões. A análise do mercado de corretoras estuda diversos grupos de corretoras, considerando a distribuição dos negócios, a distribuição dos negócios em operações diretas e o percentual interno em negócios diretos. Os estudos procuram também analisar com maior detalhe o comportamento das negociações de ações estatais e de corretoras associadas a conglomerados.

O artigo aponta que os resultados observados trazem implicações para o planejamento estratégico de corretoras

* Ney Roberto Ottoni de Brito é Coordenador da Área de Economia e Finanças do Mestrado em Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro e José Célio Felício de Menezes é Analista do Banco do Nordeste do Brasil S/A.

Os autores agradecem o suporte do Banco do Nordeste do Brasil S/A, da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP).

e para decisões de estrutura de regulação. Estas implicações são discutidas no final do trabalho.

ASPECTOS DA EVOLUÇÃO HISTÓRICA

As Bolsas de Valores foram organizadas no Brasil no final do século XIX. Em 1848 era fundada a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) e em 1895 foi fundada a Bolsa Oficial de Títulos de São Paulo.[1] Os sistemas organizacionais e operacionais das Bolsas de Valores só viriam a ser regulamentados com o Decreto-Lei 354 de 16 de dezembro de 1895. Foram então designados 40 corretores de fundos públicos nomeados através de portaria do Ministério da Fazenda da República. O cargo de corretor de fundos públicos era vitalício e esta condição só veio a ser extinta com a Lei do Mercado de Capitais de julho de 1965.[2] Posteriormente, a Resolução nº 39 de outubro de 1966 do Banco Central disciplinou a constituição, organização e funcionamento das Bolsas de Valores e corretoras no território nacional.

No período de corretores vitalícios de fundos públicos, vários tipos de papéis, tais como títulos públicos e privados além de ações, eram negociados nas Bolsas de Valores. As ações representavam uma parcela relativamente pequena do total de negociações nas principais Bolsas. A Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) negociava uma maior parcela de ações e a Bolsa de Valores de São Paulo negociava uma maior parcela de títulos de dívida pública. A Tabela 1 apresenta a distribuição de negócios por papéis no período 1961-65. O volume de negócios em ações não chegou a atingir 32% do movimento total em 4 dos 5 anos e, apenas em 1963, elevou-se a 45,7%.

O início da década de 60 não caracterizou-se por um mercado acionário ativo. Nesta década, a política econômica a partir de 1964 foi austera, objetivando conter a inflação acelerada dos anos anteriores. As restritivas políticas monetária e fiscal dificultaram não só a condução da atividade empresarial mas também o número de falências e concordatas que elevou-se de forma significativa.[3] As empresas que sobreviveram ao difícil período 1964-67 encontravam-se, em 1968, descapitalizadas e, ainda, sofriam restrições ao crédito. O interesse pela capitalização acionária era evidente e, simultaneamente, o mercado acionário começou a mostrar sinais de recuperação e vitalidade. No período 1968-71 este experimentou um rápido crescimento em volume de negócios e nível de preços. Foi o conhecido *boom* do mercado que estendeu-se até meados de 1971.

TABELA 1 — Composição dos Negócios nas Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e de São Paulo

(em %)

Espécie do Título	Anos				
	1961	1962	1963	1964	1965
. Tít. Div. Púb. Federal	3,2	2,7	1,4	0,7	0,2
. Letras do T. Nacional	—	—	8,1	0,9*	4,5*
. Tít. Div. Púb. Est. Mun.	6,3	2,8	2,4	7,1	1,8
. Letras do B. Brasil	36,5	19,4	3,6	36,0	13,8
TOTAL TÍT. PÚBLICOS	46,0	24,9	15,5	38,7	20,3
. Letras de Câmbio	24,2	43,3	38,4	38,3	53,5
. Debêntures	0,2	0,7	0,4	0,5	2,5
. Ações	29,6	31,1	45,7	22,5	23,7
TOTAL TÍT. PRIVADOS	54,0	75,1	84,5	61,3	79,7
TOTAL GERAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

* Inclui Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional.

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários — CVM.

Em meados de 1971 o mercado iniciou um processo de acentuada queda em cotações. Este processo estendeu-se por parte do ano seguinte, e parece razoável assumir que o mercado superou os efeitos anormais do *boom*, bem como da queda, entrando em 1973 em novo patamar de equilíbrio. Este trabalho examinará o comportamento do mercado acionário à vista da BVRJ no período 1973-79.

CARACTERÍSTICAS GERAIS DO MERCADO À VISTA

No período 1973-79 o mercado à vista da BVRJ sofreu consideráveis pressões. No aspecto de nível de preços de ações tradicionais existiu uma tendência de queda em termos reais. Esta tendência é evidenciada na Figura 1 que apresenta o comportamento do Índice da Bolsa de Valores (IBV) deflacionado. Com exceção da subida observada em 1975, a tendência geral foi claramente declinante.[4]

---

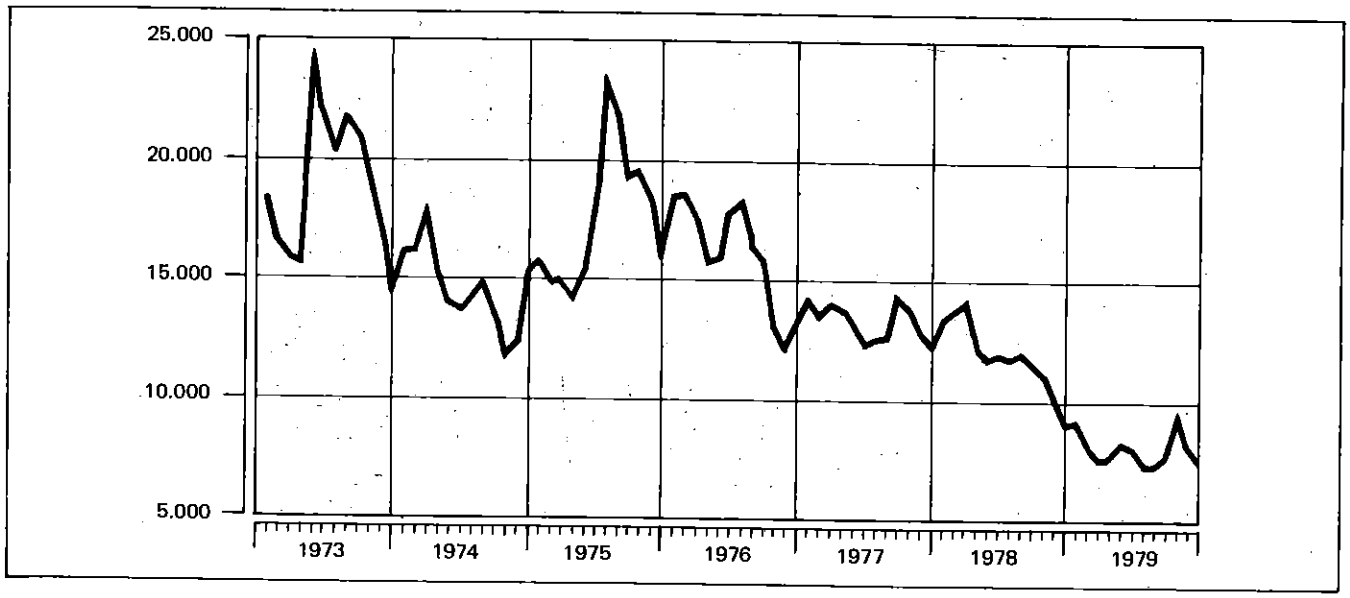
1 Para detalhada análise histórica da evolução do mercado bursátil ver Levy [5].

2 "O Decreto legislativo nº 354, de 16 de dezembro de 1895, regulamentado pelo Decreto nº 2.475, de 18 de março de 1897, com as alterações introduzidas pelo Decreto-lei nº 1.344, de 13 de junho de 1939, e aditamentos da Lei nº 2.146, de 23 de dezembro de 1953, vigorou até o advento da Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965." Veja Pontes [6].

3 Segundo dados da Conjuntura Econômica o número de falências e concordatas requeridas elevou-se de 932 em 1964 para 2.212 em 1966. O número de falências e concordatas deferidas elevou-se de 84 para 224 no mesmo período.

4 Deve-se observar que estas conclusões devem ser restritas às ações que compõem o IBV que é preponderantemente determinado por *blue chips* tradicionais.

FIGURA 1 — Índice de Lucratividade Geral (IBV) Deflacionado — 1973-79*



* Deflator Implícito: IPA — DI — Base: Dezembro de 1979.

Grande parte das dificuldades encontradas pelo mercado no período devem ser atribuídas ao fluxo de fundos de investidores. Alguns aspectos relevantes deste fluxo aparecem na Tabela 2 que apresenta os volumes financeiros de negociações, de subscrições em dinheiro e de aplicações em títulos de renda fixa bem como diversos percentuais relevantes. Os resultados indicam que as negociações em Bolsa vêm representando um percentual decrescente do volume de aplicações em renda fixa. Este percentual[5] cai de 24,9% em 1972 para 7,3% em 1979. Os resultados também indicam que o volume de subscrições em dinheiro vem representando um significativo percentual relativo ao volume total de negociações na BVRJ. Mais ainda, a proporção de subscrições em dinheiro canalizada para empresas estatais foi sempre significativa tendo chegado a 80,1% em 1977.[6] O conjunto de resultados aponta para duas das principais dificuldades encontradas pelo mercado no período: a expansão do mercado de títulos de crédito e a captação e influência direta das empresas estatais. Estes aspectos são discutidos em maior detalhe em recente trabalho da BVRJ [1].

TABELA 2 — Volume Negociado, Subscrição em Dinheiro na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e Aplicações em Títulos de Renda Fixa no Período de 1972 a 1979

(em Cr$ milhões de 1973)[1]

Anos	Volume Financeiro[2]				Subscrições[3]		Aplicações (e)[4]	Percentuais				
	Vista (a)	% (vista)	Total (b)	% (total)	Estat. (c)	Total (d)		a/b	d/b	b/e	$\frac{b+d}{e}$	c/d
1972	7.113		8.891			4.232	35.636	80,0	47,6	24,9	36,8	
1973	6.154	-13,5	6.910	-22,3	1.868	3.208	44.228	89,1	46,4	15,6	22,9	58,2
1974	4.408	-28,4	4.991	-27,8	5.571	7.080	33.816	88,3	141,9	14,8	35,7	78,7
1975	7.872	+78,6	9.476	+89,8	2.908	4.575	72.367	83,1	48,3	13,1	19,4	63,6
1976	5.755	-26,9	7.219	-23,8	3.674	4.934	63.857	79,7	68,4	11,3	19,0	74,5
1977	5.730	- 0,4	7.080	- 1,9	4.814	6.010	73.180	80,9	84,9	9,7	17,9	80,1
1978	5.236	- 8,6	6.461	- 8,7	3.147	4.753	85.574	81,0	73,6	7,6	13,1	66,2
1979	3.947	-24,6	6.455	- 0,1			88.522	61,1		7,3		

Notas:

1 Deflator Implícito: IPA — DI.

2 O mercado futuro iniciou-se apenas em 1979. Até 1978 só existiam operações à vista e a termo.

3 Compreende as empresas registradas na BVRJ em 31 de dezembro de cada ano. Dados não disponíveis em 1972 e 1979.

4 Fluxo = Depósitos de Poupanças + Depósitos a Prazo Fixo + Aceites Cambiais + Letras Imobiliárias + Títulos da Dívida Pública. Abrange todo o Sistema Financeiro Nacional.

Fontes: BVRJ e Banco Central do Brasil.

5 Ver a coluna b/e do conjunto de percentuais.

6 Ver a coluna c/d do conjunto de percentuais.

Uma melhor percepção das dificuldades encontradas pelo mercado acionário pode ser obtida observando-se o comportamento do volume financeiro negociado no mercado à vista, apresentado na Figura 2, e o comportamento da quantidade de ações negociadas, apresentada na Figura 3. A Figura 2 mostra que o volume financeiro real e em moeda constante esteve sujeito a uma tendência ligeiramente decrescente no período.[7] Em contraste, a Figura 3 indica que a quantidade negociada de ações experimentou um substancial crescimento no período. Esta conjuntura coloca uma considerável pressão para a intermediação financeira no setor bursátil. Não surpreendeu o fato de o número de corretoras ativas no mercado reduzir-se de 86 em 1973 para 79 em 1979.

FIGURA 2 — Volume Financeiro Negociado — Ações

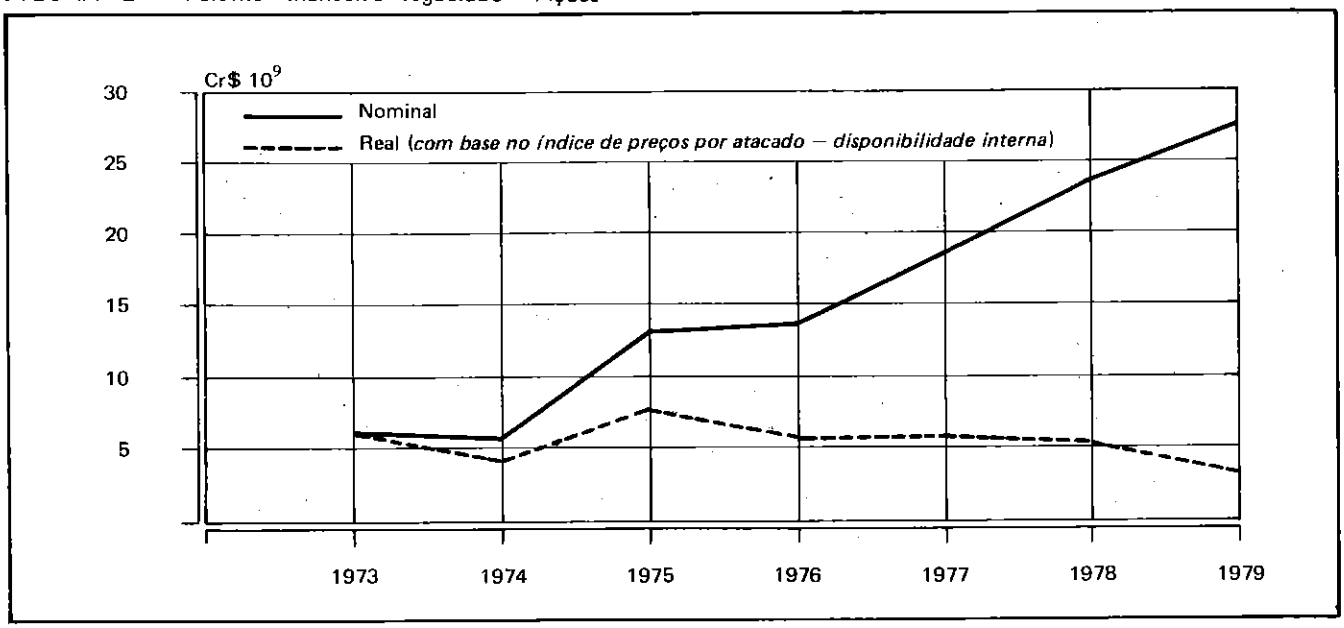
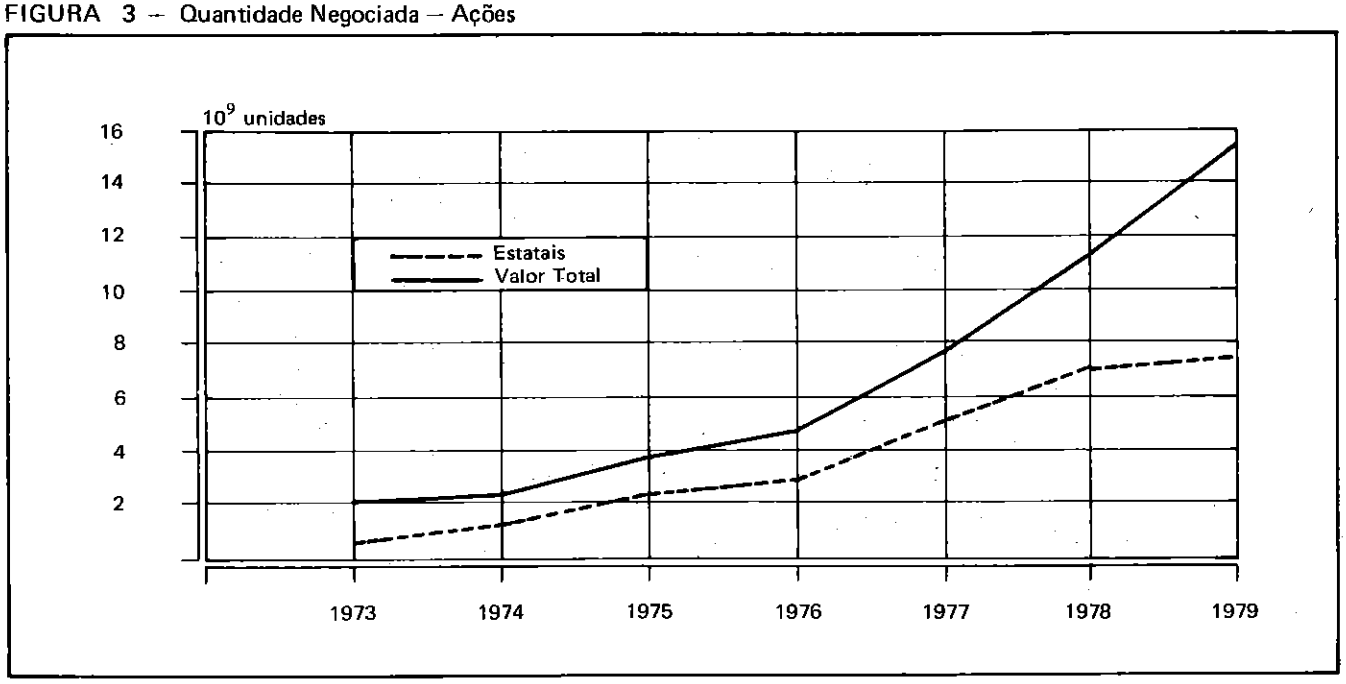


FIGURA 3 — Quantidade Negociada — Ações



[7] O único ano em que o volume financeiro real cresceu foi 1975, em todos os outros anos este volume decresceu. Todas as figuras deste trabalho foram obtidas a partir das tabelas apresentadas em Brito e Menezes [3].

Esta pressão por eficiência produziu uma certa depuração no mercado de corretoras e na própria BVRJ. A operação do mercado teria sido completamente inviável sem a introdução de sistemas computacionais e de informações por terminais. A melhoria significativa dos sistemas operacionais da BVRJ foi e é um dos aspectos mais fundamentais para o desenvolvimento de nosso mercado acionário.

Finalmente, cabe destacar que o mercado futuro da BVRJ foi criado em princípios de 1979 e sua influência sobre o mercado à vista já se fez sentir neste ano. Observe na Tabela 2 que o mercado à vista representou apenas 61,1% das negociações totais da BVRJ em 1979.[8] Nos anos anteriores este percentual era superior a 80%, tendo chegado a 89% em 1973. Esta queda de participação do mercado à vista deve ser atribuída à introdução do mercado futuro.

O MERCADO À VISTA DE AÇÕES

No período 1973-79 o número de ações negociadas no mercado à vista da BVRJ evoluiu de 388 para 832. Uma análise que cobrisse todos os títulos negociados seria trabalhosa e de relevância questionável devido à concentração dos negócios em poucos papéis. Brito e Menezes [3] prosseguem então para analisar em detalhe as características das negociações apenas das 100 ações que apresentaram maior volume em cada ano. A Tabela 3 apresenta, para cada ano, o número de ações negociadas, o número de pregões e a proporção do volume negociado que concentrou-se na amostra de 100 ações analisadas. Esta amostra sempre representou mais de 90% do volume de negócios.

TABELA 3 — Títulos e Pregões na BVRJ (1973-79)

Anos	Número de Ações Negociadas	Número de Pregões	Percentual do Vol. Financeiro da Amostra
1973	388	246	98,30
1974	423	248	98,78
1975	333	247	99,54
1976	393	246	99,42
1977	474	248	98,69
1978	626	246	96,40
1979	832	247	90,46

Com base nos resultados de Brito e Menezes [3] este trabalho prossegue para examinar:

— a freqüência de presença das ações em pregão;

— a concentração e distribuição dos negócios entre as diversas ações;

— a evolução e proporção de negociações diretas no mercado; e

— a participação de ações de empresas estatais no mercado.

A análise evolui considerando 6 grupos de ações ordenados por volume de negociações no ano. Os grupos foram:

GRUPO A — compreende as 10 ações mais negociadas no ano,

GRUPO B — compreende o segundo grupo de 10 ações mais negociadas,

GRUPO C — compreende o terceiro grupo de 10 ações mais negociadas,

GRUPO D — compreende o quarto grupo de 10 ações mais negociadas,

GRUPO E — compreende o quinto grupo de 10 ações mais negociadas, e

GRUPO F — compreende todas as demais ações negociadas na BVRJ.

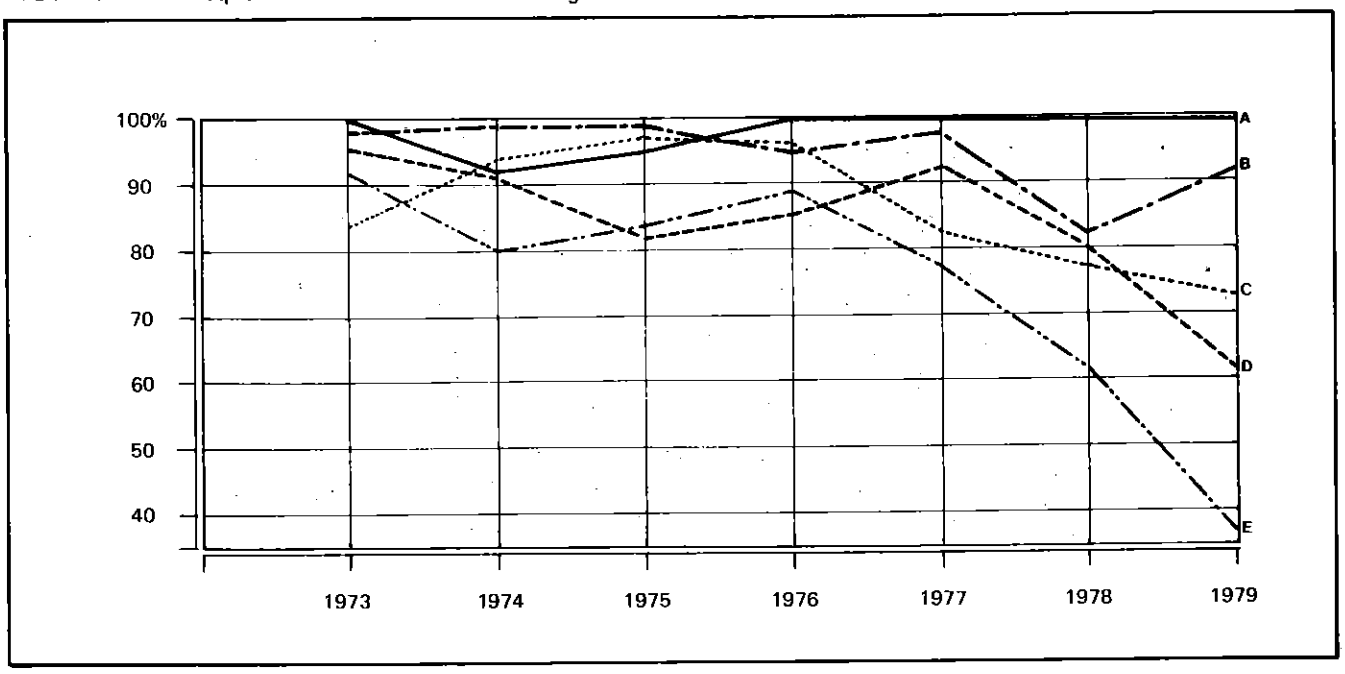
Para cada ação em cada ano computou-se sua freqüência de participação nos pregões[9] e para cada grupo de ações em cada ano computou-se a freqüência média de participação nos pregões. A freqüência média de cada grupo em cada ano é apresentada na Figura 4. O grupo A teve uma ligeira queda de participação em 1974/75, mas recuperou-se em 1976 e vem mantendo uma participação quase igual a 100%.[10] O grupo B mostrou um comportamento errático: ele vinha mantendo uma participação próxima de 100% até 1975, teve uma ligeira queda em 1976 e veio oscilando nos demais anos. Entretanto, a tendência geral é de queda desde 1975. O grupo C cresceu de participação até 1975 e de lá para cá vem caindo constantemente. O grupo D veio caindo até 1975, recuperou-se em 1976 e 1977 e depois caiu em 1978/79. O grupo E teve comportamento semelhante iniciando um processo de queda em 1977. A tendência geral é de manutenção de elevada participação das *blue chips* do grupo A e queda da presença das demais ações em pregão.

8 Ver a coluna a/b do conjunto de percentuais.

9 Isto é, o número de pregões em que a ação foi negociada dividido pelo número de pregões do ano, que aparece na Tabela 3. Estes valores foram extraídos das tabelas de ações de Brito e Menezes [3].

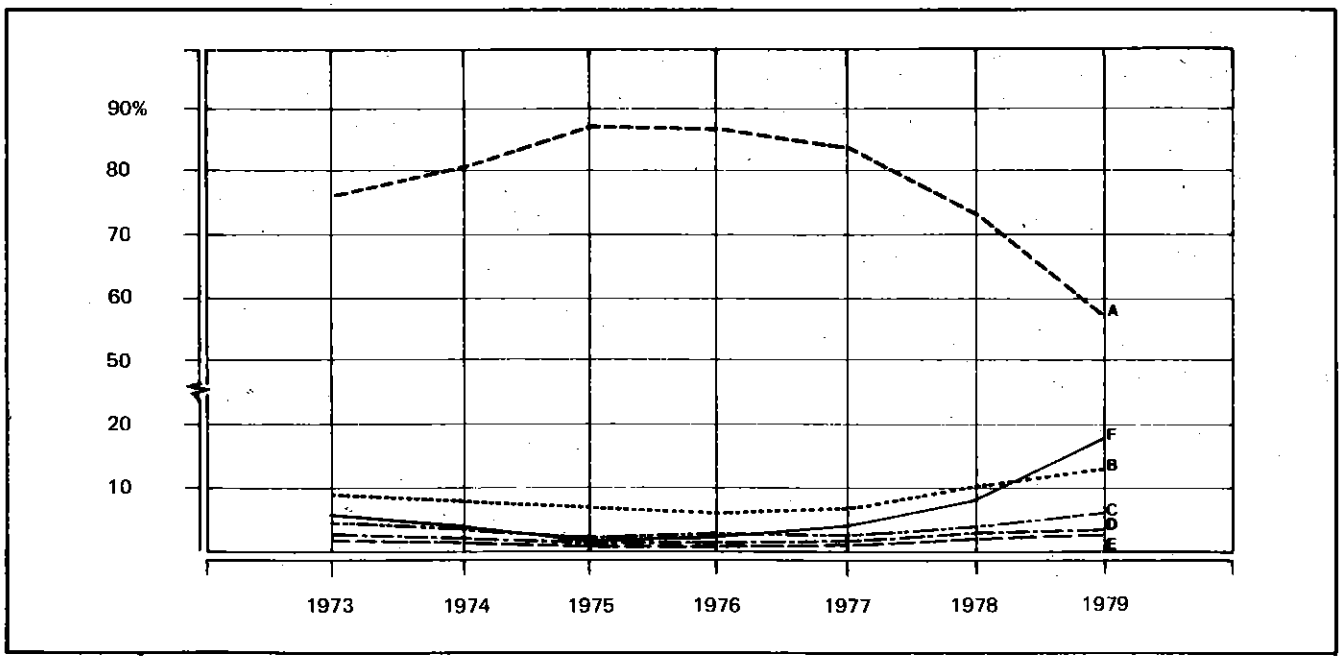
10 Quase todas as ações do grupo A são negociadas todos os dias, o percentual médio de participação foi de 99,6% em 1979. Entretanto, poucas ações são negociadas em **todos** os pregões. O número de ações negociadas em **todos** os pregões reduziu-se de 22 em 1973 para apenas 7 em 1979.

FIGURA 4 — Freqüência Média Percentual em Pregões



Cabe agora prosseguir para examinar a concentração do mercado. Para cada grupo de ações em cada ano computou-se a fração do volume financeiro negociado representado pelas ações do grupo. A distribuição dos negócios por grupo para cada ano é apresentada na Figura 5. Os resultados indicam que até 1975 o mercado era crescentemente concentrado. O grupo A das *blue chips* elevou sua participação a 87,05% em 1975 e isto representava uma altíssima concentração de mercado. Até 1975 todos os demais grupos tiveram perdas de participação no volume, isto é, os ganhos do grupo A obtidos através da redução da participação de **todos** os demais grupos. A situação era bastante delicada. Em 1976 a conjuntura se manteve estável e nos mesmos níveis de 1975, mas o processo começou a reverter-se em 1977. De lá até 1979 as *blue chips* perderam parcelas crescentes de mercado e todos os demais grupos ganharam parcelas de mercado. Cabe observar o comportamento do grupo F integrado pelas ações não incluídas na lista das 50 mais negociadas. Este grupo vem aumentando sua participação de uma forma bastante rápida. Ela elevou-se de 2,10% em 1976 para 17,55% em 1979.

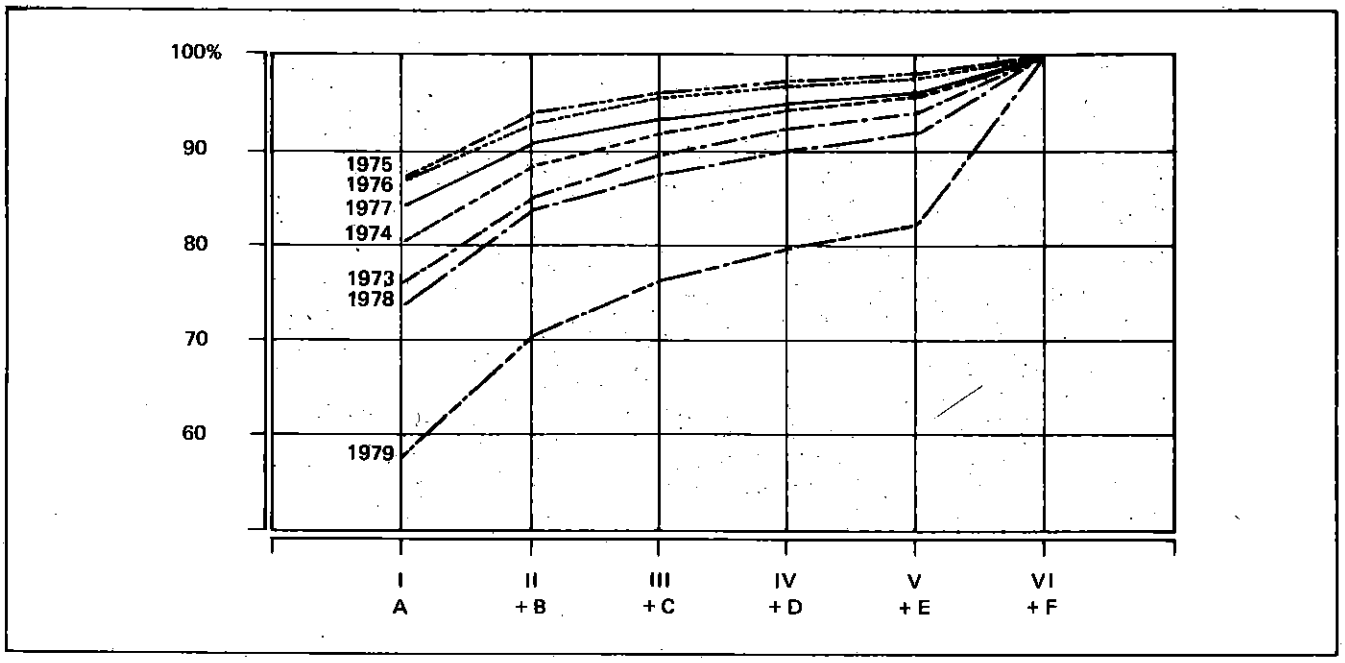
FIGURA 5 — Curvas de Concentração de Volume Financeiro — Ações



Uma idéia mais clara do recente processo de desconcentração do mercado à vista pode ser obtida observando-se a Figura 6. Esta apresenta para cada ano a participação acumulada dos diversos grupos.[11] Se a curva de um determinado ano está sempre acima da curva de outro ano, então pode-se afirmar que um número menor de ações deteve a mesma participação e que a concentração do mercado é maior no ano associado à curva superior. As curvas da Figura 6 nunca se cruzam e fornecem pois clara indicação do comportamento da concentração do mercado. A concentração aumentou até 1975 e veio caindo a partir deste ano, sendo de se destacar a grande queda observada em 1979.

O comportamento das negociações diretas[12] no mercado foi igualmente examinado. Para cada ação em cada ano computou-se o volume de negociações diretas e obteve-se o percentual que este volume representou em relação ao total de negócios da ação. Para cada grupo de ações em cada ano obteve-se então o percentual médio de volume financeiro direto negociado. Adicionalmente obteve-se o percentual médio de volume financeiro direto negociado em todo o mercado da BVRJ, o que representa uma média geral do mercado. Os resultados por grupo e para a média geral são apresentados na Figura 7. Para os grupos A e B as percentagens de "diretas" mantiveram-se razoavelmente estáveis até 1977 e cresceram em 1978 e 1979. Para os demais grupos, o comportamento até 1977 foi um tanto ou quanto errático mas o percentual de "diretas" cresceu significativamente em 1978 e 1979.[13] De uma forma geral, a proporção de "diretas" nos grupos C a F é bem superior à proporção de "diretas" nos grupos A e B de ações mais negociadas.[14] Observa-se também que o percentual de "diretas" cresceu em todos os grupos em 1979 e este crescimento vem sendo mais acentuado nos grupos C a F de ações de menor volume de negócios. O comportamento da média geral foi relativamente estável até 1977, mas a média cresceu em 1978 e 1979.

FIGURA 6 — Curvas Acumuladas de Concentração de Volume Financeiro — Ações



---

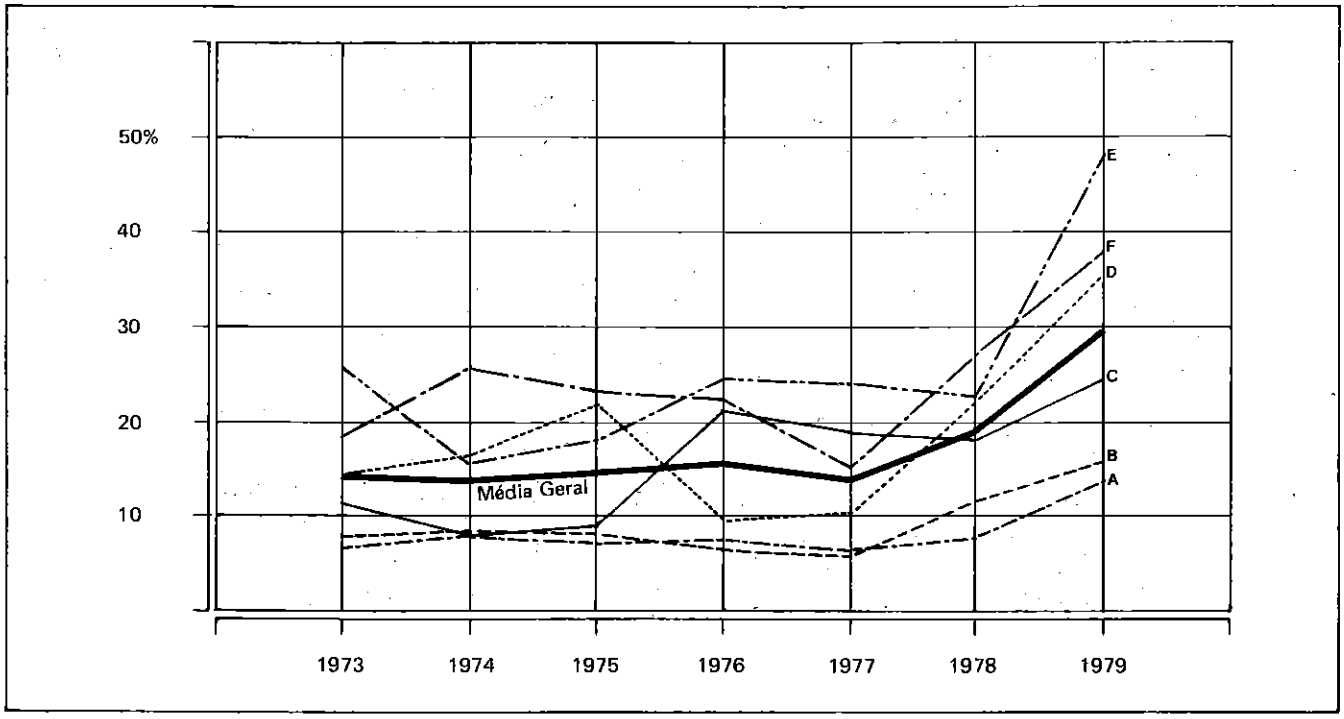
11 O ponto I indica a participação do grupo A, o ponto II indica a participação dos grupos A e B, o ponto III a participação dos grupos A, B e C e assim sucessivamente para os demais pontos.

12 Negociações diretas são aquelas em que a mesma corretora intervém como compradora e vendedora.

13 A única exceção ocorreu para o grupo E em 1978 quando observou-se um ligeiro decréscimo do percentual de "diretas".

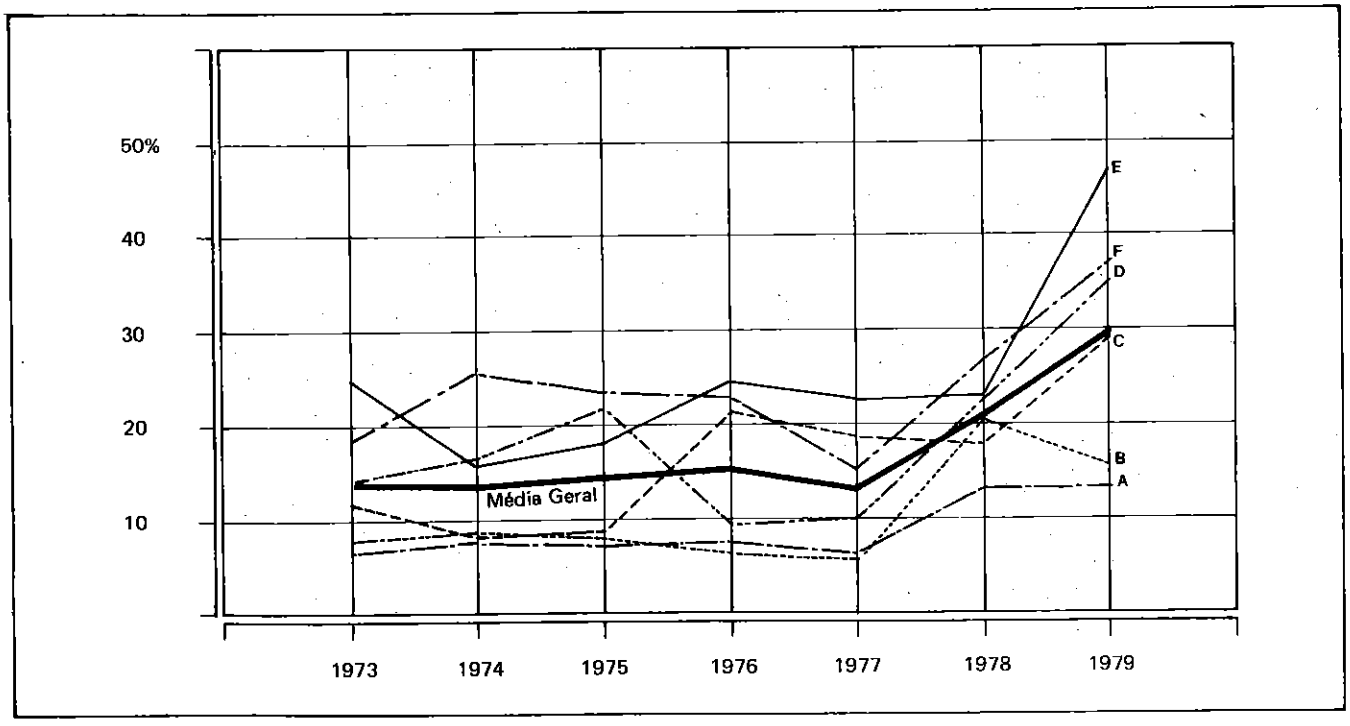
14 Existe uma clara relação entre volume negociado e proporção de "diretas". Computando-se o percentual médio de volume direto negociado por grupo no período total 1973-79 obteve-se 8,15% para o grupo A, 9% para o grupo B, 16,01% para o C, 18,6% para o D, 25,85% para o E e 24,41% para o F. Os valores foram quase sempre crescentes.

FIGURA 7 — Percentagem Média de Volume Financeiro Direto Negociado — Ações



A mesma análise foi desenvolvida para os percentuais de quantidade direta negociada ao invés de volume financeiro. Os resultados para quantidade direta são apresentados na Figura 8. Não é surpreendente o fato de os resultados serem bastante semelhantes aos observados para volume financeiro direto. O comportamento dos grupos C a F de ações menos negociadas é idêntico ao observado para volume financeiro. O comportamento dos grupos A e B de ações mais negociadas é que difere um pouco, eles mostram uma tendência a estabilidade ou queda do percentual de quantidade direta em 1979. Entretanto, o comportamento da média geral dos percentuais de quantidade direta é idêntico ao de volume financeiro, mostrando estabilidade até 1977 e crescimento significativo em 1978/79.

FIGURA 8 — Percentagem Média de Quantidade Direta Negociada — Ações



O comportamento de negociações de empresas estatais na BVRJ foi também examinado. Como observado na Figura 8, a quantidade de ações estatais negociadas vem crescendo, se bem que a taxas inferiores às taxas de crescimento da quantidade total de ações negociadas. O comportamento do volume financeiro negociado em estatais é apresentado na Figura 9. Em valores nominais este volume cresceu até 1978 e teve uma queda em 1979; em valores reais o volume oscilou até 1976, estabilizou-se em 1977 e decresceu significativamente em 1978 e 1979. Cabe analisar o comportamento das estatais relativamente aos volumes e quantidades negociadas na BVRJ. Os percentuais de volume e quantidade representados por negócios em estatais são apresentados na Figura 10. O comportamento de ambos é semelhante, mostrando crescimento até 1975 quando as estatais representaram 74,57% do volume. Nos anos seguintes (1976/77), o percentual de volume mostrou-se estável e o de quantidade apresentou ligeiro crescimento, mas em 1978/79 tanto o percentual de volume quanto o de quantidade sofreram quedas significativas e a taxas crescentes.[15]

FIGURA 9 — Volume Financeiro Negociado — Ações de Empresas Estatais

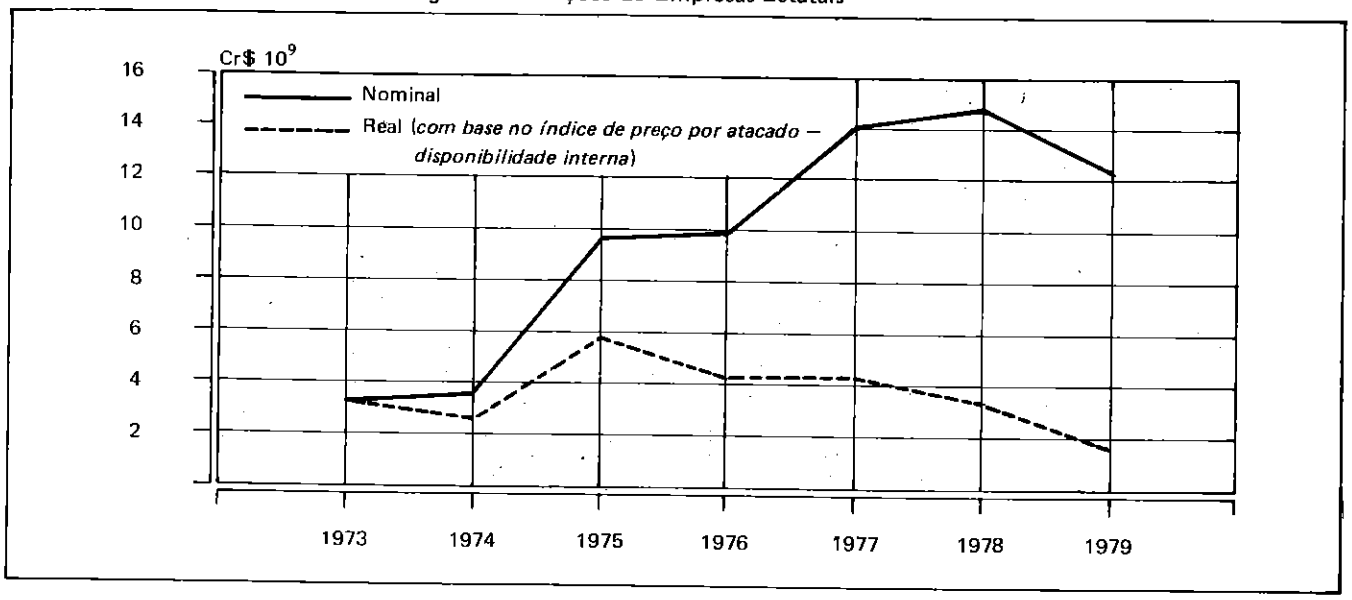
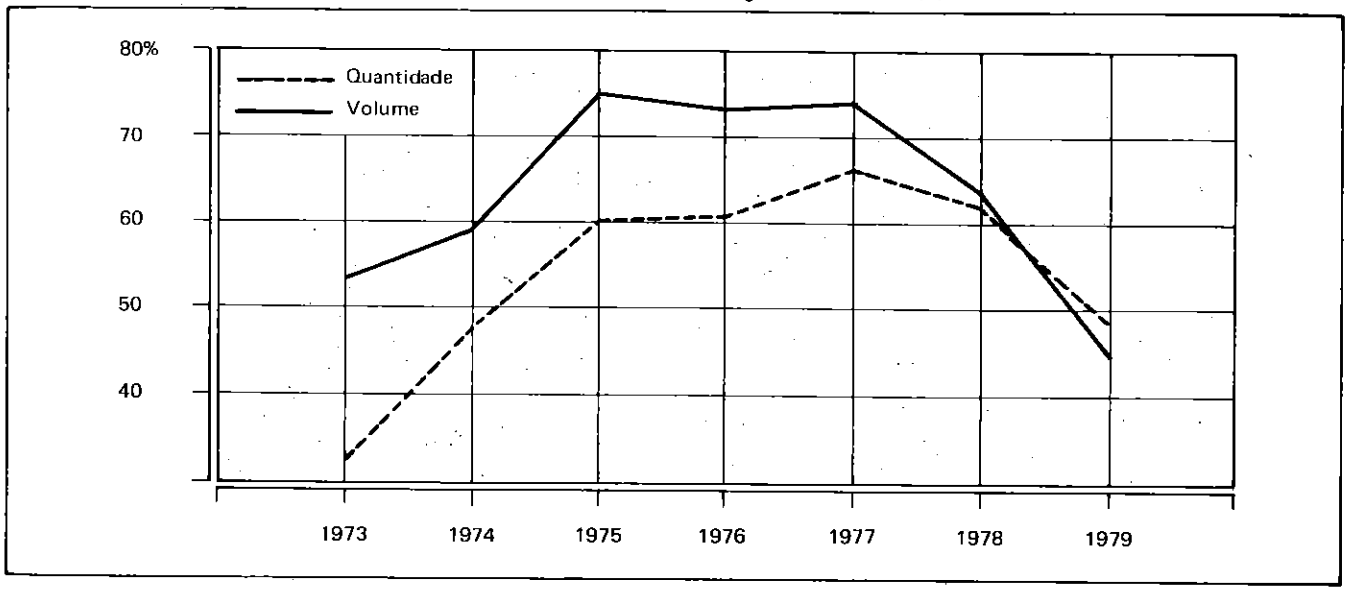


FIGURA 10 — Percentagem de Volume Financeiro e Quantidade Negociada de Estatais



[15] Além disso, o número de ações estatais na amostra de 100 ações mais negociadas vem se reduzindo. Elas eram 22 em 1973, chegaram a 28 em 1974/75 e reduziram-se a 13 em 1979.

Recapitulando, os principais aspectos observados na análise de negociações em ações foram:

— as ações com menor volume de negócios (grupos C a F) vêm perdendo freqüência de presença em pregões e esta tendência acentuou-se em 1978/79;

— o percentual de negócios nas *blue-chips* do grupo A vem se reduzindo e todos os demais grupos vêm ganhando percentual de negócios. Em especial, merecem destaque os ganhos do grupo F que podem ser classificados como de ações de "terceira linha". Esta tendência à desconcentração dos negócios também acentuou-se nos recentes anos de 1978/79;

— o percentual de negociações diretas vem crescendo no mercado, em particular nos grupos D a F de ações de segunda e terceira linhas. Esta tendência também acentuou-se nos recentes anos de 1978/79; e

— o percentual de negociações em empresas estatais vem mostrando tendência a reduzir-se e esta tendência também acentuou-se nos anos de 1978/79.

Um aspecto comum a todas as tendências de mercado observadas foi o seu desenvolvimento e acentuação no recente período 1978/79. Nos últimos anos o mercado vem mostrando modificações profundas.

Das tendências apontadas, talvez a mais fácil de racionalizar seja a redução de negócios em ações estatais que observou-se a partir de 1976. A crescente institucionalização do mercado e os requisitos de diversificação impostos a estes investidores iniciaram a redução dos negócios com ações estatais e também a redução do percentual de negócios com *blue chips*.[16] Esta tendência foi acelerada em 1978/79 por resoluções do Banco Central do Brasil e pela criação do mercado futuro. As Resoluções 460 e 470 do Banco Central, promulgadas em princípios de 1978, aumentaram as restrições quanto ao fluxo de fundos para investimentos em empresas estatais. A criação do mercado futuro em princípios de 1979 e a predominância de ações de empresas estatais no mercado futuro sugere que o novo mercado esteja absorvendo investidores que anteriormente negociavam com ações estatais no mercado à vista.[17]

A redução da freqüência de negociações de ações de segunda e terceira linhas, apesar de seus ganhos de volume juntamente com o aumento de "diretas" nestes papéis, sugere uma crescente institucionalização destes papéis. Sua tendência maior é serem negociados esporadicamente, mas em grandes blocos através de "diretas". A menor freqüência de negociações também poderia estar associada a uma menor rotatividade e maior eficiência da administração das carteiras destes investidores institucionais. De qualquer modo, a redução observada da freqüência de presença em pregões não é uma característica desejável para o desenvolvimento do mercado.

O MERCADO DAS CORRETORAS

De 1973 a 1979 o número de corretoras ativas no mercado reduziu-se de 86 para 79, sendo que em 1976 o número de corretoras ativas chegou a 72. No grupo de corretoras ativas as 50 maiores sempre detiveram uma significativa fração dos negócios. A Tabela 4 apresenta o número de corretoras ativas e a fração de mercado das 50 maiores corretoras. Esta fração que era de 87% em 1973/74 evoluiu para cerca de 95% no período 1975-79.

TABELA 4 — Corretoras na BVRJ (1973-79)

Anos	Corretoras Ativas	Percentual do Volume Financeiro da Amostra
1973	86	86,49
1974	83	87,43
1975	77	93,64
1976	72	94,81
1977	77	94,60
1978	73	95,48
1979	79	95,24

Perante o grau de concentração do mercado de corretoras, este estudo examinará em maior detalhe as características dos negócios das 50 maiores corretoras no período aludido. Mais especificamente, 6 grupos de corretoras serão examinados em cado ano:

GRUPO A — compreende as 10 corretoras com maior volume de negócios,

GRUPO B — compreende o segundo grupo de 10 corretoras com maior volume de negócios,

[16] Convém lembrar que as estatais predominam no grupo A de *blue chips*. Elas representaram cerca de 83% dos negócios do grupo A no período 1975-78 e 72,7% no último ano (1979).

[17] Diante das suas características de alavancagem o mercado futuro absorve os investidores mais interessados em posições especulativas, o que torna o processo de formação de preços no mercado à vista menos volátil. Esta é a experiência geral observada em mercados futuros. A importância do mercado futuro é pois evidente e, como constatado na Tabela 2, em 1979 ele já representava 32% do mercado na BVRJ. Em 1980 este percentual cresceu significativamente.

GRUPO C — compreende o terceiro grupo de 10 corretoras com maior volume de negócios,

GRUPO D — compreende o quarto grupo de 10 corretoras com maior volume de negócios,

GRUPO E — compreende o quinto grupo de 10 corretoras com maior volume de negócios, e

GRUPO F — compreende as corretoras ativas e que não foram incluídas em nenhum dos grupos anteriores.

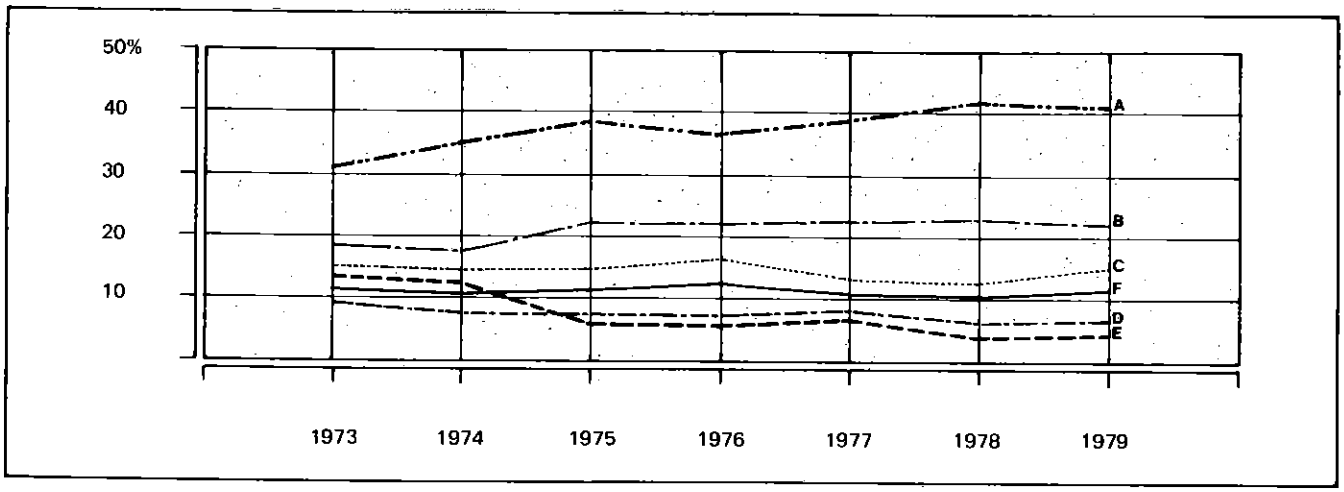
Considerando estes grupos, o estudo prossegue para analisar as características do mercado de corretoras com relação a:

- concentração de volume financeiro de negócios;
- concentração de volume financeiro de negócios em operações diretas;
- percentual de negociacões diretas internamente nas corretoras; e
- participação de corretoras associadas a conglomerados no mercado.

Os resultados da concentração de volume financeiro de negócios por grupo e por ano são apresentados na Figura 11. O grupo A das maiores corretoras mostra uma clara tendência a obter ganhos de mercado e sua fração de mercado aumentou em cerca de 10% no período. O grupo B obteve ganhos de mercado em 1975, mas no período 1976-79 sua fração de mercado estabilizou-se em cerca de 22%. Os grupos C e D vêm mantendo uma participação de mercado razoavelmente estável em todo o período. Os grupos E e F vêm mostrando uma clara tendência a perder mercado, sendo que o grupo F sofreu grande queda de participação em 1975. Em suma, o grupo A vem mostrando ganhos de mercado aparentemente às custas de perdas de mercado das corretoras menores. O deslocamento do mercado em direção a uma maior concentração pode ser observado nas curvas acumuladas de concentração de volume da Figura 12. As curvas elevaram-se bastante a partir de 1973, e os recentes anos de 1978/79 apresentaram as curvas mais elevadas, indicando que um menor número de corretoras deteve uma maior fração de mercado nestes anos.

Os resultados da concentração de volume financeiro em operações diretas são apresentados na Figura 13. Eles indicam que o grupo A das maiores corretoras aumentou sua participação no volume de negócios diretos em cerca de 25% no período 1973-79. Nos últimos anos, as corretoras do grupo A detiveram cerca de 58% do mercado de "diretas". As corretoras do grupo B mostraram ligeira tendência a ganhos no mercado de "diretas" e elevaram modestamente sua fração do mercado no período. As corretoras dos grupos C, D e E experimentaram perdas de mercado no período e mostram tendência de perdas de mercados. As corretoras do grupo F, as menores, foram praticamente eliminadas do mercado de "diretas" no período com sua fração de mercado caindo de cerca de 12% em 73 para apenas cerca de 1% em 79.[18] A tendência à concentração no rentável mercado de operações diretas é evidente e talvez possa ser melhor observada na Figura 14 com suas curvas acumuladas de concentração. Ela mostra uma significativa elevação das curvas de concentração no período — enquanto em 1973 eram necessárias mais de 50 corretoras para deter 90% do mercado, em 1979 apenas cerca de 30 corretoras detinham 90% do mercado.

FIGURA 11 — Curvas de Concentração de Volume Financeiro — Corretoras



[18] Idênticas conclusões foram obtidas examinando-se os percentuais de quantidade de ações negociadas em operações diretas.

FIGURA 12 — Curvas Acumuladas de Concentração de Volume Financeiro — Corretoras

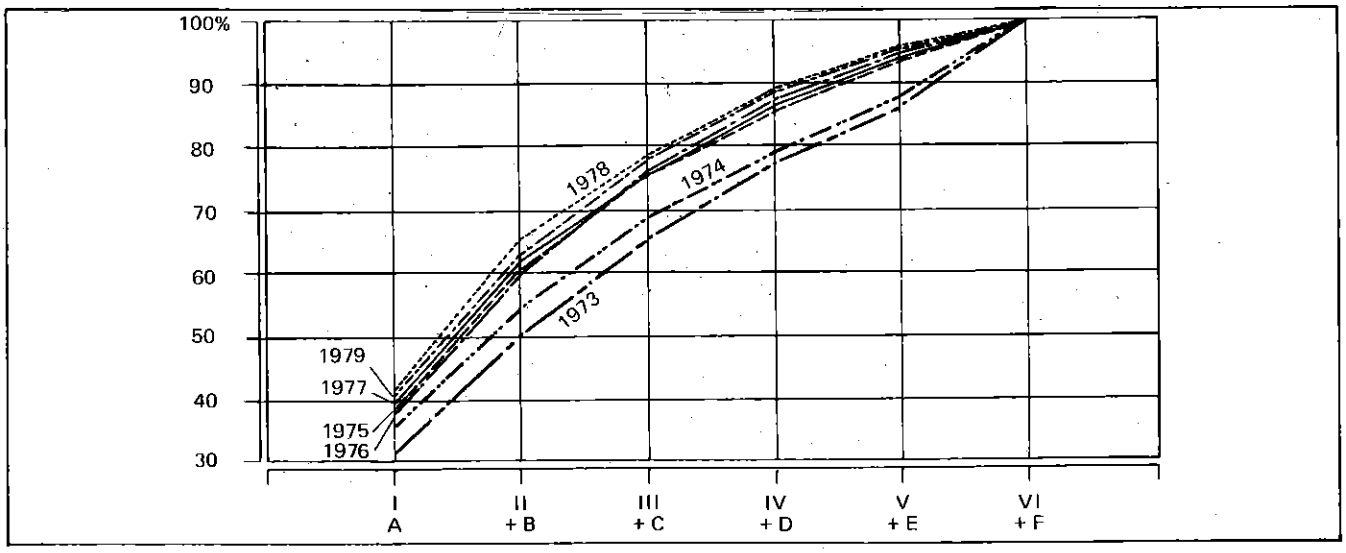


FIGURA 13 — Percentagem de Volume Financeiro Direto Negociado — Corretoras

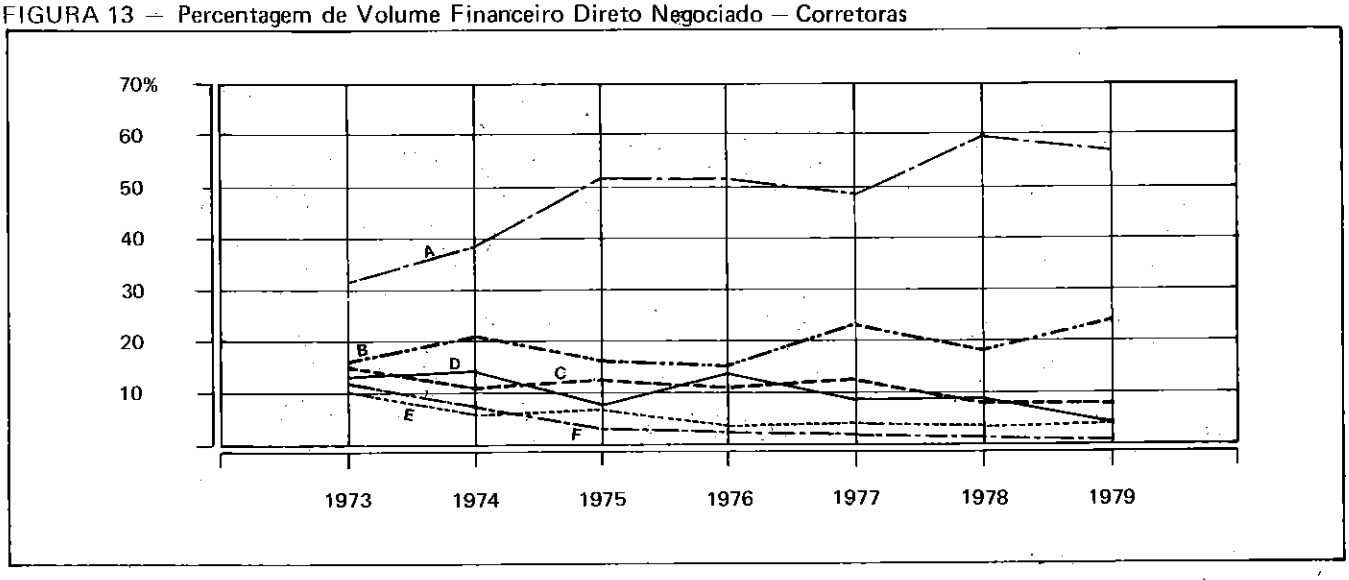
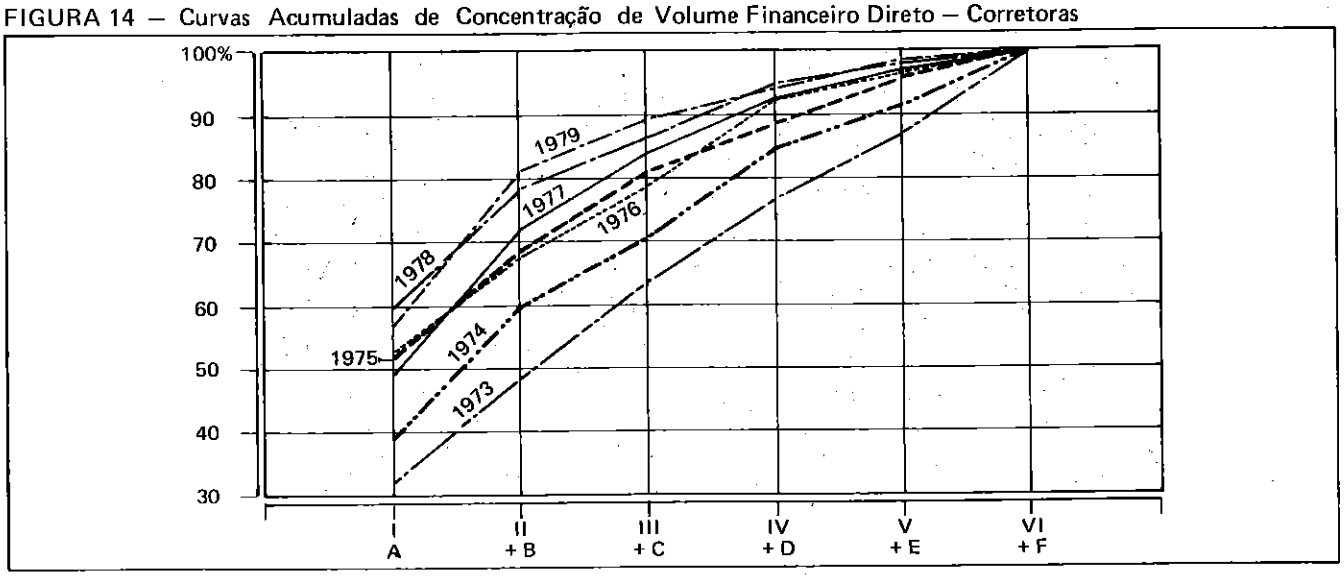


FIGURA 14 — Curvas Acumuladas de Concentração de Volume Financeiro Direto — Corretoras

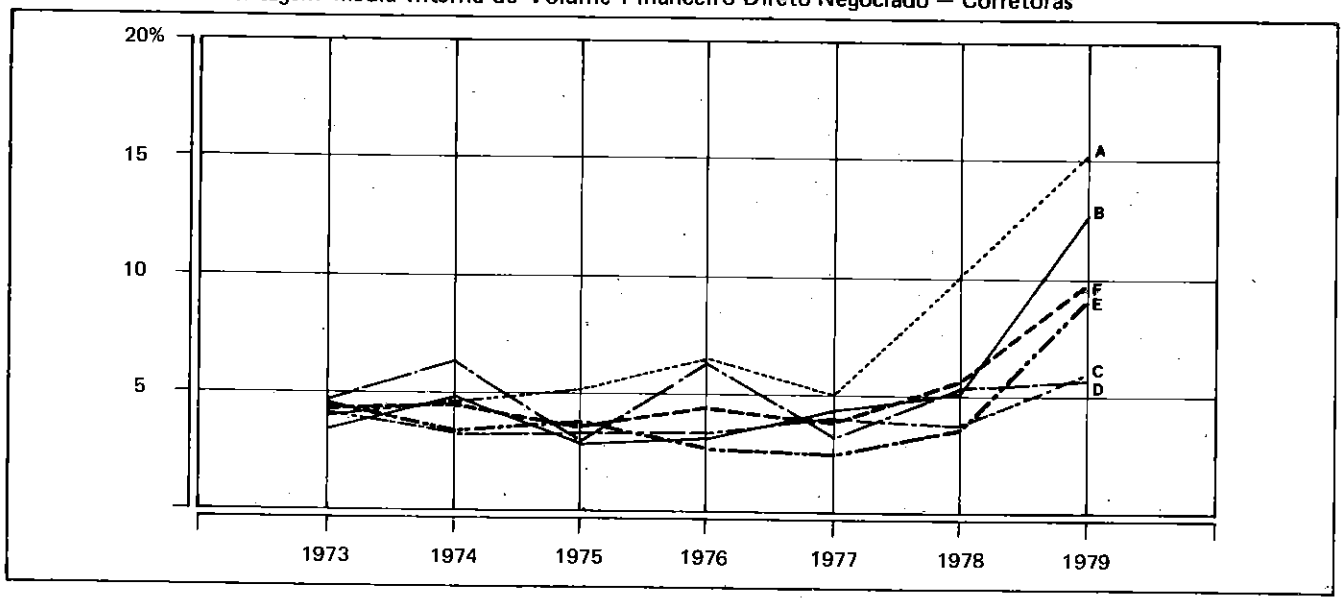


Como o volume financeiro total está se concentrando poder-se-ia argumentar que a concentração de volume financeiro direto seria uma conseqüência material. Para analisar a quantidade da concentração de volume financeiro direto que deve ser atribuída à modificação de estratégia de corretoras, o trabalho prossegue para examinar os percentuais de volume financeiro direto em relação ao volume financeiro total negociado por corretoras.[19] Os percentuais médios de volume direto por grupo de corretoras é apresentado na Figura 15. Até 1974 os maiores percentuais médios internos em "diretas" eram apresentados pelo grupo D, um grupo de pequenas corretoras. Entretanto, até 1977 os percentuais médios internos não eram significativamente diferentes para os diversos grupos e a maior diferença ocorreu entre os grupos A e C em 1976, sendo de cerca de 4%. Mais ainda, até 1977 os percentuais médios eram quase sempre inferiores a 5% para todos os grupos em todos os anos e o máximo percentual observado foi de cerca de 6,5% para os grupos D e A em 1974 e 1976, respectivamente. Em suma, até 1977 tudo se passava como se as corretoras não tivessem uma preocupação em se diferenciar por transações diretas no seu quadro de decisões estratégicas.

Nos recentes anos de 1978 e 1979 o cenário modificou-se bastante. Primeiro, todos os grupos mostram uma clara tendência a elevar seu percentual de "diretas", e segundo, as diferenças entre os percentuais médios dos diversos grupos começaram a diferir de forma significativa. O grupo A das maiores corretoras triplicou seu percentual interno de "diretas" que em 1979 superou os 15%. Em 1978 o grupo A começou a se diferenciar dos demais grupos que não diferiam muito entre si. Em 1979 o grupo B reagiu diferenciando-se dos demais grupos menores. Os grupos de corretoras menores (E e F) também procuraram elevar seu percentual interno em "diretas", mas o grupo de corretoras médias (C e D) não chegou a elevar seu percentual de forma significativa. A Figura 15 mostra os extremos do mercado procurando aumentar seu percentual interno de "diretas" com nítida vantagem dos grupos de maiores corretoras (A e B).

A atuação de corretoras associadas a conglomerados financeiros foi também examinada.[20] O número de corretoras conglomeradas e sua distribuição por grupos são apresentados na Tabela 5. Em 1973 eram 15 as corretoras conglomeradas ativas no mercado, sendo que 3 estavam nos grupos A e B de maiores corretoras e 9 nos grupos E e F de pequenas corretoras. Em 1979 as corretoras conglomeradas ativas eram também 15, mas o número de conglomeradas nos grupos A e B elevou-se para 7 e apenas 5 continuavam nos grupos E e F. O deslocamento de corretoras conglomeradas em direção a uma maior participação no mercado já começa a ficar evidente.

FIGURA 15 — Percentagem Média Interna de Volume Financeiro Direto Negociado — Corretoras



19 Para cada corretora ativa observou-se o seu volume financeiro direto e o seu volume financeiro total no ano. A seguir obteve-se o percentual de negociações diretas representadas para cada corretora em cada ano e prosseguiu-se para obter os percentuais médios por corretora e por ano.

20 Uma corretora é considerada como conglomerada se está ligada a grupo financeiro que possua banco comercial e/ou banco de investimento. A lista de corretoras conglomeradas segundo tal definição foi fornecida pela Assessoria Econômica da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

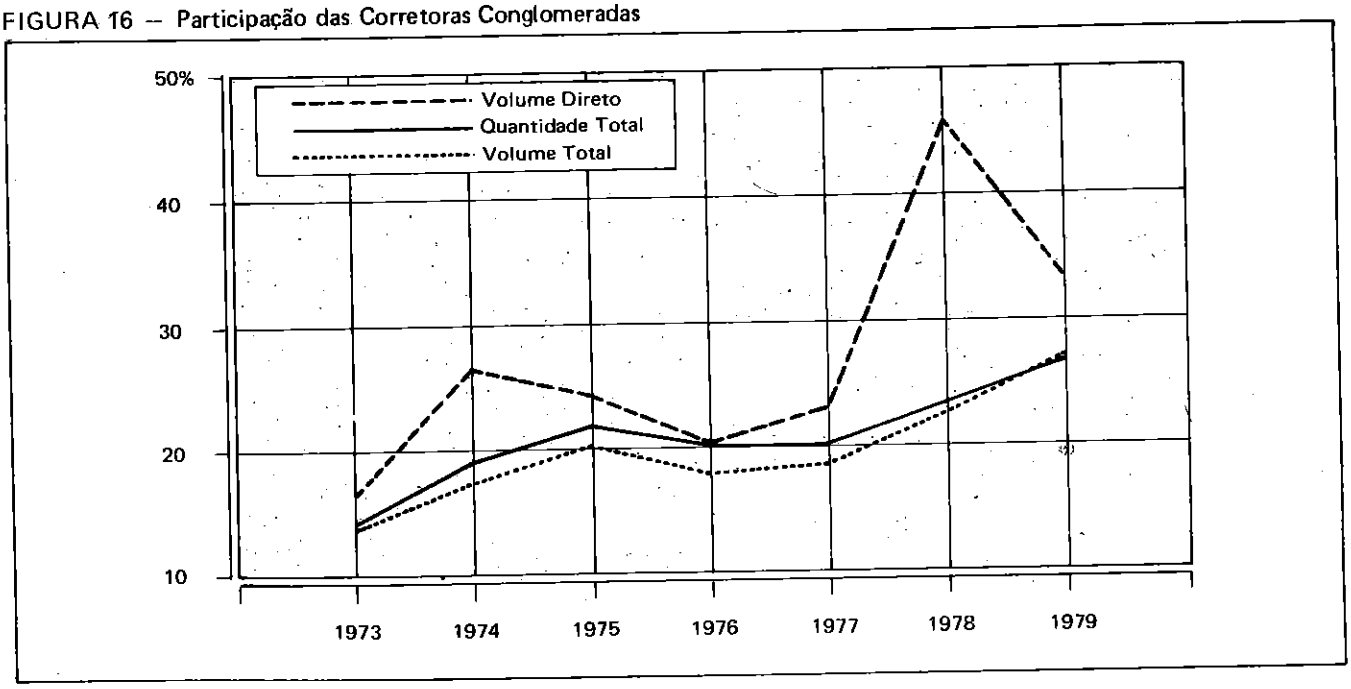
TABELA 5 – Corretoras Conglomeradas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (1973-79)

Grupos	Anos						
	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
A	1	1	2	–	1	2	3
B	2	3	2	4	3	3	4
C	1	1	2	2	4	3	2
D	2	4	1	5	3	3	1
E	3	2	5	–	1	2	2
Subtotal	9	11	12	11	12	13	12
Outras	6	4	2	2	3	1	3
Total	15	15	14	13	15	14	15

A participação percentual de corretoras conglomeradas nos volumes total e direto bem como na quantidade de ações negociadas, em cada ano, é apresentada na Figura 16. A participação de corretoras conglomeradas no volume total de negócios cresceu em 1974/75, manteve-se estável em 1976/77 e voltou a crescer em 1978/79. A tendência geral de crescimento das corretoras conglomeradas é bastante clara, e elas duplicaram a sua fração do volume total negociado de cerca de 14% em 1973 para cerca de 28% em 1979. No rentável mercado de operações diretas, a tendência a ganhos de mercado de corretoras conglomeradas é também evidente – elas mais do que duplicaram sua fração de mercado que em 1979 elevou-se à cerca de 33% do volume financeiro direto. Mais ainda, a fração de corretoras conglomeradas no rentável mercado de "diretas" foi sempre superior à sua fração no mercado total. A tendência ao crescimento no volume direto também mostra-se superior à tendência ao crescimento no volume total. Em suma, não só vêm ganhando mercado, mas vêm ganhando mais mercado em "diretas" – o "creme" e segmento mais rentável de mercado.

Analisando-se a percentagem média interna de volume direto negociado por corretoras conglomeradas, pode-se observar que ela evolui de 5,09% em 1973 para 15,25% em 1979.[21] Isto sugere que corretoras conglomeradas tomaram decisões estratégicas de maior expansão no mercado de negociações diretas. As Figuras 17 e 18 apresentam a participação percentual de corretoras conglomeradas por grupos em volume financeiro total e volume financeiro direto. Os resultados indicam que os valores observados para a média de corretoras conglomeradas são em grande parte atribuíveis às conglomeradas do grupo A de maiores corretoras. Elas vêm obtendo os maiores ganhos no mercado total e, em particular, no mercado de "diretas", desde 1977. Talvez as decisões estratégicas antes observadas tenham sido mais explícitas no grupo de grandes corretoras conglomeradas.

FIGURA 16 – Participação das Corretoras Conglomeradas



21 Nos anos intermediários do período 1974-78 esta percentagem média interna foi de 7,43%, 4,90%, 6,58%, 5,4% e 9,74%, respectivamente.

FIGURA 17 — Percentual do Volume Financeiro Total de Corretoras Conglomeradas por Grupos

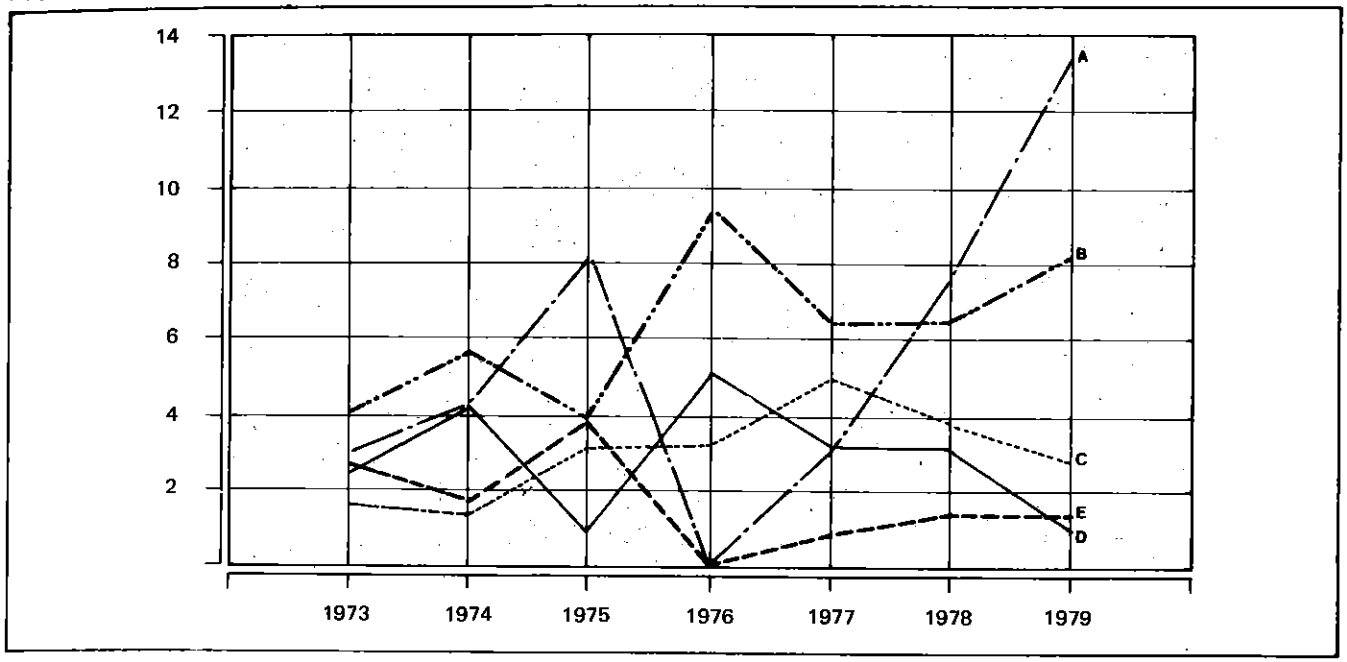
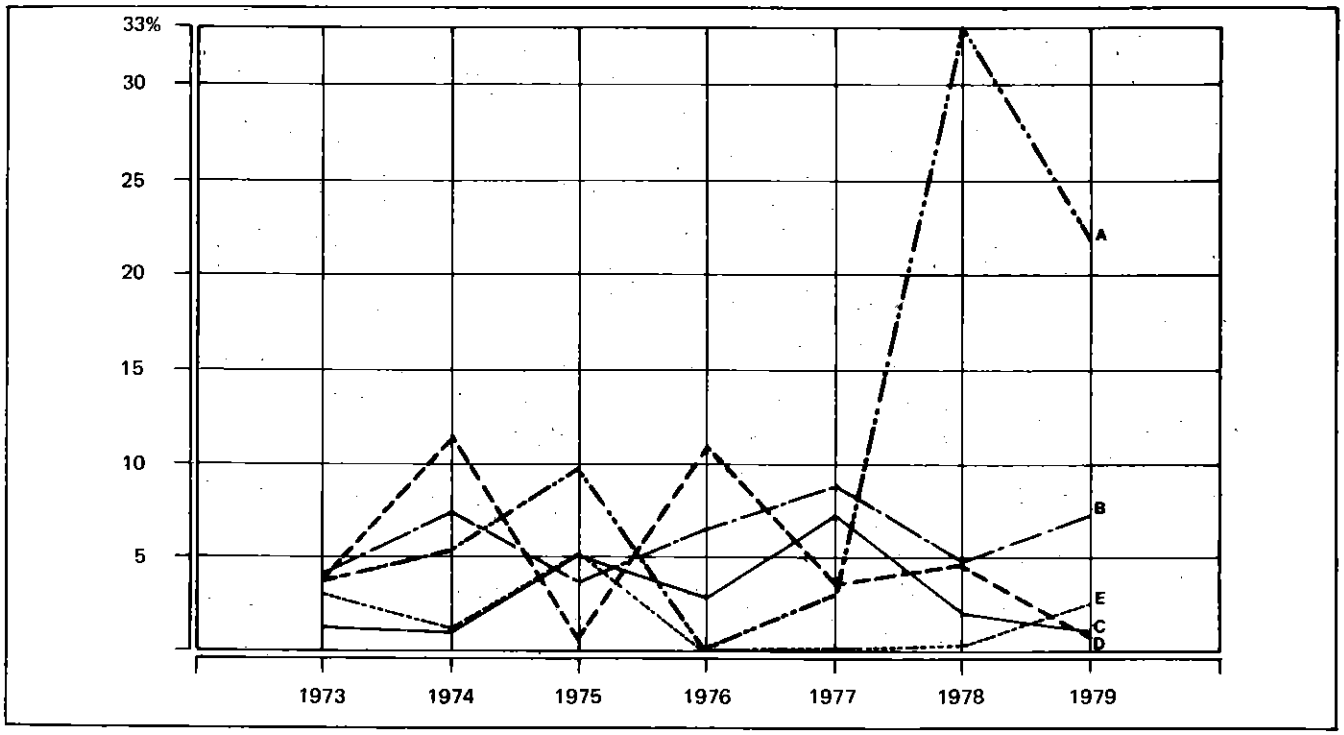


FIGURA 18 — Volume Financeiro Direto de Corretoras Conglomeradas por Grupos



As principais conclusões da análise do mercado de corretoras foram:

- o mercado vem se tornando mais concentrado com um número cada vez menor de corretoras detendo grandes frações de mercado;
- a tendência à concentração é maior no rentável mercado de operações diretas em que as corretoras menores vêm perdendo mercado rapidamente;
- o percentual interno de negociações diretas em corretoras vem crescendo e este crescimento vem sendo maior nos grupos extremos de corretoras, nas maiores (grupos A e B) e nas menores (grupos E e F);
- as corretoras conglomeradas vêm obtendo significativos ganhos de mercado e ganhos ainda mais expressivos no rentável mercado de diretas;

— os ganhos das grandes corretoras conglomeradas do grupo A no mercado total e no mercado de "diretas" parecem ser os mais expressivos de todo o grupo de conglomerados; e

— todas estas tendências e características foram particularmente marcantes nos recentes anos de 1978/79.

As características da evolução recente do mercado de corretoras trazem importantes implicações para as decisões estratégicas destes intermediários. Estas implicações são discutidas a seguir.

IMPLICAÇÕES PARA DECISÕES ESTRATÉGICAS E REGULATÓRIAS

As seções anteriores indicam que o mercado de capitais da BVRJ vem se modificando bastante nos últimos anos. As características dos negócios com ações mostram que as ações de segunda e terceira linhas vêm perdendo freqüência em pregões, apesar de estarem ganhando volume de negócios especialmente através de negociações diretas. O aumento de negócios com "diretas" é uma característica geral. A distribuição dos negócios por corretoras indica uma crescente concentração do mercado e esta tendência é ainda mais clara no rentável mercado de operações diretas. O percentual interno de negociações diretas das corretoras vem crescendo especialmente nas grandes corretoras. As corretoras associadas a conglomerados vêm obtendo ganhos de mercado e os ganhos das grandes corretoras conglomeradas do grupo A são os mais expressivos.

Como discutido por Brito [2] uma corretora desempenha duas atividades básicas em seus negócios: atividades de assessoria e de circulação. As atividades de assessoria são aquelas associadas ao suporte técnico quanto a decisões de escolha de investimentos. As atividades de circulação são aquelas diretamente associadas à execução de ordens de compra e venda. Talvez a mais importante decisão estratégica de uma corretora ativa no mercado acionário seja delimitar seu mercado de clientes e adequar o seu *mix* de atividades de assessoria e de circulação à sua clientela alvo.

Até 1977 as corretoras não pareciam procurar diferenciar-se e/ou especializar-se em atividades de circulação. Em 1978 e 1979 começou a se observar uma tendência à diferenciação com as grandes corretoras aumentando bastante os seus negócios com "diretas". Isto sugere que elas estão procurando se distinguir em atividades de circulação ou de "fazer mercado" na terminologia usual. Elas estão procurando fechar grandes lotes em "diretas" e isto tem beneficiado em particular as ações de segunda e terceira linhas que vêm ganhando volume de negócios. Esta tendência pode estar associada aos grandes volumes de recursos deslocados para o mercado pela Resolução nº 460 do Banco Central. Isto explicaria os resultados observados em 1979, mas cabe observar que a tendência geral já era bastante clara em 1978 quando os volumes deslocados pela 460 não eram tão significativos. A hipótese de eficiência argumentaria que as grandes corretoras já estavam antecipando os deslocamentos de 1979 e ajustaram sua estratégia ainda em 1978.

Estes resultados sugerem que esteja existindo um processo de especialização em papéis juntamente com o observado aumento de "diretas". Para "fazerem mercado" através de "diretas" as corretoras deveriam estar se especializando em alguns papéis. A observação de uma amostra de 30 papéis sugere que as corretoras líderes nos diversos papéis vêm aumentando a sua participação nos negócios dos papéis. Estudos mais completos encontram-se em andamento, mas estes resultados iniciais confirmam a hipótese de que as corretoras estão procurando se especializar.

No cenário observado e considerando ainda a crescente demanda de investidores institucionais por atividades de circulação, parece relevante que as corretoras avaliem explicitamente suas decisões estratégicas com relação a clientes e alocação de recursos a *mix* de atividades. A postura clássica e usual de procurar estabelecer diferenciação por atividades e qualidade de assessoria não parece ajustar-se às características da demanda por serviços.

Cabe explorar as implicações regulatórias dos resultados. A rarefação da presença de ações de segunda e terceira linhas nos pregões do mercado não parece ser uma característica desejável. Por outro lado, as grandes corretoras estão tendo dificuldades em efetivamente "fazerem mercado" e por não poderem deter carteira própria elas têm que procurar a outra ponta de transação para fecharem "diretas". Se adicionalmente observar-se a tendência à especialização em ações, fica claro que o mercado se beneficiaria com a liberação de corretoras para deterem carteira própria. Isto facilitaria a atividade de "fazer mercado", trazendo maior freqüência e liquidez as ações de segunda e terceira linhas.

Finalmente, cabe lembrar que os ganhos de eficiência de circulação associados ao crescimento de "diretas" vêm sendo capitalizados pelas corretoras diante do regime de taxas de corretagem fixas que prevalece no mercado acionário brasileiro. Parte destes ganhos de eficiência deveriam ser repassados aos investidores, o que ocorreria em um regime de taxas de corretagem competitivas. O argumento de liberação de taxas de corretagem se tornará cada vez mais forte caso carteiras próprias sejam liberadas, e caso a tendência ao aumento de negociações diretas se mantenha no futuro. O único aspecto preocupante associado à liberação de taxas de corretagem é a estrutura de intermediação no mercado acionário. A existência de corretoras associadas a conglomerados financeiros fortes pode gerar uma prática de *price dumping* que eliminaria do mercado um grande número de corretoras que seriam competitivas em condições normais de mercado. Esta possibilidade é reforçada se considerar-mos que as maiores corretoras conglomeradas do gru-

po A (apenas 3) são as que vêm obtendo os mais expressivos ganhos de mercado. Uma solução seria a manutenção de taxas de corretagem fixas para corretoras associadas a conglomerados, liberando-se as taxas de corretagem para as corretoras independentes.

Uma eventual liberação de taxas de corretagem para as corretoras independentes geraria uma redução no nível médio de taxas. Esta redução estimularia o volume de transações no mercado mas também provocaria considerável pressão sobre as corretoras menores. Um processo de fusões e aquisições no setor seria inevitável. O efeito final sobre faturamento global em comissões de corretagem seria uma função da variação de taxas médias, do aumento de volume do mercado e dos demais serviços oferecidos pelas corretoras. Analisando a recente transição do mercado americano para comissões livres e competitivas (maio de 1975) Ellis [4] conclui que as comissões agregadas não pareceram variar com a mudança.

BIBLIOGRAFIA

1 BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO. Departamento Econômico. *A influência direta do governo no mercado de capitais.* Rio de Janeiro, BVRJ, 1978.

2 BRITO, Ney Roberto Ottoni de. *A relevância de mercado de capitais eficientes e regulação.* Rio de Janeiro, COPPEAD, 1977. (Relatório técnico, nº 3)

3 BRITO, Ney Roberto Ottoni de & MENEZES, José Célio Felício de. *Dados básicos no mercado à vista da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro no período 1973 a 1979.* Rio de Janeiro, COPPEAD, 1980. (Relatório técnico, nº 29)

4 ELLIS, Charles D. Negotiated commissions and the structure of the institutional brokerage industry. *Financial Analysts Journal,* New York, The Financial Analysts Federation, pp. 25-6, Setp./Oct. 1976.

5 LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.* Rio de Janeiro, IBMEC, 1977.

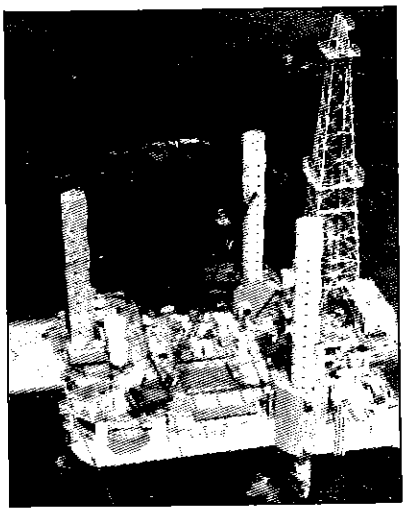
6 PONTES, Aloysio Lopes. *Instituições financeiras privadas.* Rio de Janeiro, Forense, 1973.

CONSTRUIR GRANDES REFINARIAS OU PLATAFORMAS DE PRODUÇÃO, PERFURAR E COMPLEMENTAR POÇOS DE PETRÓLEO.

O DIA A DIA DA MONTREAL.

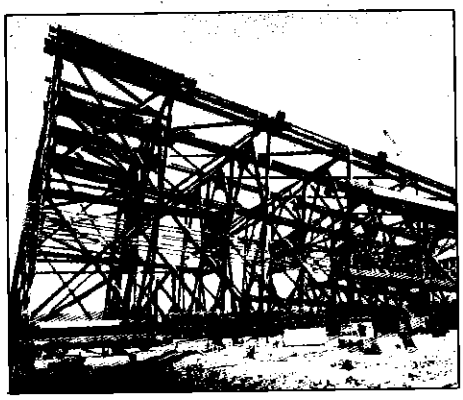
A Montreal caminha lado a lado com o Brasil.

Nossos esforços são conjuntos para a superação do problema energético. E, para tanto, a tecnologia, a experiência e os investimentos da Montreal têm produzido notáveis resultados neste setor de desenvolvimento nacional.



Foi assim com a construção de grandes refinarias.

E é, fundamentalmente, agora, quando o projeto, construção, transporte e instalação de plataformas de produção de petróleo em águas profundas atestam o nível técnico alcançado pela Montreal. Garoupa, Enchova, Cherne II (Bacia de Campos) são alguns marcos. Some-se, também, o afretamento e operação para a Petrobrás da plataforma de perfuração autoelevável Montreal III (jack-up), no litoral brasileiro.



A Montreal confia no Brasil trabalhando muito. E produzindo o mais importante produto: o progresso em toda parte.

MONTREAL ENGENHARIA S.A.

Rio — São Paulo — Belo Horizonte — Salvador — Fortaleza

focus

Os Valores Mobiliários Brasileiros e a Moderna Teoria Geral dos Títulos de Crédito

Waldirio Bulgarelli *

Esse artigo consiste em um estudo da expressão Valores Mobiliários que já constava em nossa legislação desde 1976. A partir do estudo e análise das legislações de outros países, ficou claro que os Valores Mobiliários têm uma conotação especial, contrapondo-se aos chamados títulos individuais que prescindem de uma técnica e organização especial para a sua negociação. A solução final dessa questão dependerá, naturalmente, de estudos em maior profundidade do que este simples artigo, cujo objetivo maior é divulgar o tema.

This article is a study of the legal definition and usage of the term "securities", which has been recorded in our legislation since 1976. From the study and analysis of other countries' legislation, it seems clear that securities have a special connotation different from that of other financial documents that dispenses with special organization and techniques for their negotiation. The ultimate solution about this question will naturally depend on deeper studies than this simple article whose major objective is to disclose issues related to the subject.

INTRODUÇÃO

A inserção do termo **Valores Mobiliários** na legislação brasileira, como base de operações na Bolsa e no Balcão e como critério para distinguir as sociedades anônimas abertas, e a sua divulgação pela doutrina, está a ensejar maiores estudos sobre o seu verdadeiro significado e sobretudo a sua posição, no nosso direito e mais precisamente perante a teoria dos títulos de crédito.

A falta de uma conceituação legal e o emprego simultâneo da expressão **Valores Mobiliários**, ao lado de outras, como **efeitos de comércio, títulos, títulos cambiais**, etc., nas disposições legais, já encaminha naturalmente o método do estudo para uma abordagem não necessariamente dogmática, para ajustá-la ao sistema jurídico, mas, ao contrário, implica partir de uma visão geral da teoria dos documentos, procurando através da comparação e da qualificação jurídica encontrar sua exata caracterização e identificação no sistema. Com efeito, há de se questionar, o que se entende por **Valores Mobiliários**; se estão incluídos na categoria dos títulos de crédito, dos efeitos do comércio, ou de meros quirógrafos. Despiciendo não será também se procurar a *ratio legis* da eleição de apenas alguns papéis, considerados pelos legisladores como **Valores Mobiliários.**

A MENÇÃO AOS VALORES MOBILIÁRIOS PELAS LEIS BRASILEIRAS

As menções mais importantes da expressão **Valores Mobiliários**, encontram-se atualmente (além daquelas feitas pela Lei 4.728/65), na Lei 6.385, de 7 de dezembro de

* O autor é Professor Adjunto de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP e Professor Titular da Faculdade de Direito da Universidade Mackenzie.

1976, que enumera os Valores Mobiliários sujeitos ao regime da lei (art. 1º) considerando como tais:

a) as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;

b) os certificados de depósito de valores mobiliários; e

c) outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

Verifica-se, assim, desde logo, que o rol incluiu **papéis** (designação que empregaremos até a conclusão final) considerados como títulos de crédito; outros cuja natureza de título é discutível, e por fim, ao mesmo tempo em que abre a possibilidade de o Conselho Monetário Nacional vir acrescentar novos à lista, limita entretanto essa possibilidade apenas a títulos emitidos por sociedades anônimas, o que já enseja também a questão de se saber que outros títulos além dos tradicionais (ações, debêntures, etc.) poderiam vir a ser emitidos pelas sociedades anônimas.

Também é de se ressaltar nestas premissas, a exclusão estabelecida pelo parágrafo único do referido art. 2º da Lei 6.385/76, da consagração legal como **Valores Mobiliários** dos títulos que arrola, e que são: "I. os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II. os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures".

Do que decorre a conclusão inicial de que o critério legal não restringiu a relação apenas aos títulos ditos de bolsa, mas, também não alargou o suficiente para abranger todos os papéis negociáveis no mercado.

A outra menção importante encontra-se no art. 4º, da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, como critério diferenciador entre as companhias abertas e fechadas. Com efeito, dispõe o referido dispositivo que serão consideradas companhias abertas aquelas cujos Valores Mobiliários de sua emissão estejam admitidos à negociação em bolsa ou no mercado de balcão.

Também o inciso I, do art. 183, da citada lei, na parte referente aos critérios de avaliação do ativo, faz menção a Valores Mobiliários, distinguindo-os dos títulos de crédito, o que mereceu a crítica de Philomeno Joaquim da Costa.[1]

A MOBILIZAÇÃO DOS CRÉDITOS

Por sua vez, a referência à mobilização dos créditos através desses papéis, demonstra a orientação do legislador em selecionar alguns que seriam aptos, a seu ver e a seu critério, de serem negociados, naquilo que denominou de mercado de capitais, embora não esgote essa designação a amplitude do mercado, que compreende (e a própria Lei 4.728/65 fez tal referência) também o mercado financeiro.

Nesse sentido, já apontava Ascarelli [2], como ao lado das cambiais que emitidas pelos comerciantes passaram a ser descontadas nos Bancos, as ações e obrigações das sociedades anônimas passaram a ser negociadas em Bolsas (ligação aliás, entre as duas instituições que fez com que ambas prosperassem, sociedades anônimas e Bolsas), ensejando a disseminação da propriedade mas também propiciando o seu controle por um grupo, (banqueiros e controladores).

O aparecimento e a surpreendente difusão dos títulos de massa, inicialmente, através das ações de emissão das sociedades anônimas logo encontrando respaldo nas negociações nas bolsas, seguidas de outras obrigações por elas emitidas, além dos chamados títulos públicos, de emissão governamental, e ainda a difusão no mercado dos títulos cambiais, pelo desconto nos bancos, trouxeram à baila uma nova realidade no mundo até então restrito às negociações com os títulos cambiários, limitados aos particulares nas feiras e mercados e aos poucos se expandindo.

É conhecido que tal fenômeno se deve ao aparecimento, após a Revolução Industrial, de novas empresas e pelo seu desenvolvimento, a exigir grandes recursos, que os deviam recolher de quem deles dispusesse (chamado no seu conjunto de Mercado de Capitais), e tal arrecadação se fez através da emissão de ações e obrigações. A sociedade anônima tem aí o seu desempenho, surgindo como a grande máquina de arrecadação de capitais, no dizer de Ripert, inserindo-se entre os chamados "mecanismos jurídicos", por Tullio Ascarelli.

Evidentemente que a negociação de tais papéis exigia uma organização e uma técnica,[2] desenvolvendo-se então as bolsas e aperfeiçoando-se os mecanismos destinados às operações bursáteis, (como os contratos a termo, com suas variantes, o reporte, deporte, e hoje, o *hedging*, etc.),[3] e por outro lado, aperfeiçoando-se as técnicas bancárias, com o crescimento do mercado financeiro. A verdadeira substitui-

---

1 "Constitui um equívoco conceitual a distinção entre título de crédito e valor mobiliário existente no disposto pelo Inciso I do art. 183, como já se viu. Ali se dispõe, a propósito de critérios de estimação para balanço, que o custo ou cotação no mercado, se este for menor, fixarão registro dos direitos e títulos de crédito e quaisquer valores mobiliários não classificados como investimentos. Se os últimos representam espécie dos outros, a referência a este traduz também qualquer valor mobiliário". Costa [14, p. 203].

2 Confronte Onado [26].

3 Veja, a este respeito, Barreto Filho [6, p. 11 e seguintes] e Spínola [30].

ção da moeda como forma de pagamento pelos papéis negociáveis e a estruturação da técnica e organização dos bancos e das bolsas marcam profundamente o mercado moderno.

Os papéis negociáveis, por seu turno, de um lado aperfeiçoam-se, não só no sentido da sua circulabilidade e da sua exigibilidade, em razão da segurança e certeza que devem oferecer, mas também aumenta o seu número para atender às necessidades da mobilização creditícia, saindo do estreito limite histórico das cambiais (Letras de Câmbio e Notas Promissórias) para atingir uma variada gama de operações creditícias com base em bens e serviços, o que obrigou a uma revisão profunda na teoria geral dos títulos de crédito.

A TEORIA GERAL DOS TÍTULOS DE CRÉDITO

A teoria geral dos títulos de crédito, como sabido, não foi concebida para o estudo, explicação, compreensão, qualificação e classificação de documentos constitutivos de direitos criados racionalmente em gabinetes, fora da realidade,[4] como hoje, muitas vezes, sói ocorrer com freqüência reprovável, mas destinava-se antes de mais nada, a explicar a existência e efeitos de papéis, surgidos historicamente ao sabor das necessidades do comércio, dotados de uma verdadeira força magnética de exigibilidade dos créditos neles mencionados, que os usos e as práticas comerciais haviam consagrado, numa lenta evolução.

De documento meramente probatório de uma transferência cambial (*o cambio trajecticio*) na Idade Média, a cambial vai atingir no período dito moderno (a partir, sobretudo, da Lei alemã de 1848) uma configuração toda própria e característica, bem diversa, senão contrária aos documentos meramente probatórios.

Firmam-se, nesta última fase, os contornos que vieram se desenhando nos períodos ditos italiano e francês, passando a ser considerada, a cártula, como um valor em si mesma, dotada de uma grande dose de abstração, em relação à causa da sua emissão (que na conhecida concepção de Ascarelli, é a função de que deve desempenhar, ditada pela convenção executiva, entre as partes) e susceptível de circular ágil e solertemente, em comparação com as formas tradicionais da cessão de direitos ou de contratos. Põe-se em causa, destacadamente, o objetivo essencial das cambiais que é o de conferir segurança e certeza à sua circulação.[5]

Despiciendo assinalar o papel da doutrina na elaboração da teoria geral dos títulos de crédito, sobretudo a alemã, mas, por justiça, deve-se ressaltar o papel de Cesare Vivante que a bem dizer, pondo ordem nas desencontradas opiniões e assertivas, e sobretudo descartando os exageros das construções doutrinárias como a alemã, por exemplo, tão afeita às elucubrações metafísicas, configurou os elementos básicos norteadores da que poderíamos chamar a moderna teoria geral dos títulos de crédito. E é com base na construção vivanteana que a doutrina segue aperfeiçoando-a, levando em conta não só as cambiais (agora, compreendendo além da letra de câmbio, também a nota promissória rediviva da antiga *cautio* do contrato de câmbio medieval) mas também outros documentos[6] dotados de certo rigor formal e susceptíveis de circular, com ampla aceitação prática, que conferem direitos vários, como o de participação, de direito real ou à prestação de serviços. Isto está bem claro na classificação de Vivante que os divide em:

a) títulos de crédito propriamente ditos, que dão direito à prestação de coisa fungível em mercadoria ou em dinheiro (como a letra de câmbio);

b) os que conferem um direito real (cédula pignoratícia);

c) os que atribuem a qualidade de sócio (como a ação); e

d) os que dão direito a serviços (bilhete de passagem).

Vê-se, portanto, que nunca esqueceu Vivante as cambiais e foi, naturalmente, mirando-as que as considerou como títulos propríamente ditos. Essa classificação que no dizer de Eunápio Borges teria sido seguida, com pequenas diferenças por J. X. Carvalho de Mendonça (afirmação criticada por Newton De Lucca [21] que a acha equivocada, pois Eunápio Borges não teria atentado para outros aspectos e portanto a classificação oferecida por Carvalho de Mendonça se distanciaria e muito da de Vivante) de qualquer forma reflete, a nosso ver, a influência das cambiais na análise dos vários títulos de crédito, ensejando expressões como **títulos de crédito propriamente ditos**, ao lado de outros que não se ajustam estritamente ao modelo característico das cambiais. Note-se, a propósito, que J. X. Carvalho de Mendonça considera títulos de crédito propriamente ditos os que decorrem de uma operação de crédito

---

4 Quase diríamos num laboratório. Vê-se, na evolução dos títulos de crédito, o exemplo da grande carga de historicidade de que o direito está impregnado, nem sempre passível de ser substituída pela racionalidade pura.

5 A respeito da revisão crítica da teoria geral clássica, e sua nova concepção do título de crédito como fenômeno de mobilização da riqueza em função do mercado, confronte Chiomenti [12].

6 Confronte Ascarelli, em seus vários escritos, mas, principalmente em [4].

(títulos de dívida pública, letras de câmbio, os *warrants*, as debêntures, etc.) — o que é típico das cambiais — e **impropriamente ditos**, os que, embora não decorrentes de operações de crédito, são revestidos dos requisitos da literalidade e da autonomia (entre os quais incluiu as ações), mas, sentindo as dificuldades pedia que não criticassem a sua classificação.

O conceito de título de crédito oferecido por Vivante, como o "documento necessário para o exercício do direito literal e autônomo nele mencionado", fez fortuna, como é notório. Assim, aceito basicamente pela doutrina em geral, acabou até recolhido pelo Projeto do Código Civil (Projeto nº 634, de 1975, Mensagem nº 160/1975) ora em trâmite no Congresso Nacional, embora com duas alterações de monta. A primeira, substituindo a expressão "nele mencionado", pela "nele contido", o que parece significar que o projetista entendeu que o direito inserido na cártula (preferimos esta expressão à de **incorporação**, que como é sabido, peca pela falta de maior concisão e que vem sendo considerada pela doutrina, como mera imagem) desaparecida, com o desaparecimento da cártula, o que não é correto, pois que ele, o direito inserido no título, pode perfeitamente sobreviver sem o seu suporte físico, como ocorre, por exemplo, por força do art. 36, do Dec. 2.044/1908, ao disciplinar a ação de anulação da cambial perdida, extraviada, furtada ou roubada ou destruída, ensejando ao beneficiário se vencedor na ação, a cobrança do crédito, não pela cártula inexistente, mas, por via da execução da sentença anulatória. A outra alteração diz respeito à tipicidade, parecendo ter o projetista desprezado a regra do *numerus clausus* e adotado o sistema da ampla liberdade de criação de títulos de crédito, o que mereceu de Antonio Mercado Junior [24, p. 113] os conhecidos reparos que fez a essa passagem do Projeto, manifestando seus temores por tal liberdade num meio despreparado como o nosso e apresentando substitutivo à redação do art. 923 do Projeto.

Na variegada série de documentos hoje existentes expressando direitos e obrigações, torna-se cada vez mais difícil classificá-los e identificá-los, sobretudo em relação àqueles que podem ser considerados títulos de crédito.

Desde os *syngraphae*, que eram documentos atestando uma obrigação de estrangeiros, assinados por ambas as partes, e os *chirographa* assinados apenas pelo devedor, considerados como *cautio*, entendidos como promessa de pagamento de soma determinada — os primeiros já abandonados no período justiniano, que acolheu apenas os *chirographa*[7] —, inúmeros documentos se utilizam com valor e efeitos jurídicos, multiplicados hoje, na economia de massa, tornando tarefa inglória a sua classificação. Vale lembrar que só o número dos títulos de crédito, entre nós, atinge hoje cerca de 40. Daí as dificuldades da doutrina em classificá-los, o que é atestado pela construção dos títulos **impróprios**, na doutrina italiana, subdivididos em **títulos de legitimação e documentos de legitimação**, agravados ainda pela diversidade nos vários países, como por exemplo, os do *common law* não assimiláveis exatamente os *negotiable instruments* aos títulos de crédito do direito europeu continental, também pela peculiaridade do conceito de *consideration*. Agravam-se ainda as dificuldades pela tendência moderna cada vez mais intensa, de, em certas áreas, procurar-se eliminar ou o uso dos documentos ou a sua circulação (como as ações escriturais e as *factures protestables* francesas).

Ora, tal quadro está a demonstrar o verdadeiro desafio que representa tentar classificar todos esses documentos, o que lembra as dificuldades dos Pandectistas em tentar arrolar todos os atos e fatos jurídicos, dificuldades que remanescem ainda nos chamados negócios jurídicos *stricto sensu*, a ponto de se negar a possibilidade da construção de um conceito unitário de negócio jurídico, da mesma forma que se chega a negar hoje também o caráter unitário dos títulos de crédito.

Mas, como ciência tipológica que é, por excelência, o Direito, além de uma ciência de justificação, — como se tem posto em relevo, entre nós, ultimamente —, deve a doutrina enfrentar o desafio e mesmo à custa de revendo criticamente toda a teoria geral dos títulos de crédito, lograr, explicar, demonstrar, justificar e finalmente qualificar e classificar os documentos constitutivos e declaratórios de direitos. É parte desse desafio tentar demonstrar a posição dos Valores Mobiliários perante a Teoria Geral dos Títulos de Crédito.

A TERMINOLOGIA BRASILEIRA

A expressão **Valores Mobiliários** se bem que utilizada na doutrina de há muito, é relativamente nova entre nós, tendo-se consagrado, praticamente, após a edição da Lei de Mercado de Capitais, a Lei 4.728/1965.

O nosso vetusto, porém rico incompreendido e pouco conhecido Código Comercial de 1850, sempre empregou uma terminologia variada, ora referindo-se a **papéis de crédito** (art. 10, 4), **papéis de crédito comerciais** (art. 191, 2), **papéis de crédito negociáveis em comércio** (art. 273), **letras e papéis de crédito endossáveis** (arts. 54 e 55), **escritos ao portador** (art. 426), além da menção de documentos com força de títulos de crédito, como a escritura ou letra de risco referida no art. 635. Para J. X. Carvalho de Mendonça [23, p. 53] a expressão **papéis de crédito** era perfeita sinônima de Títulos de Crédito.

---

7 Veja Ortolan [27, p. 254 e seguintes].

Com a Lei 4.728/65 (art. 23, § 5º) e a Lei 5.474/68 (art. 2º) adotou-se também a expressão **efeitos de comércio**, de origem desenganadamente francesa.

Finalmente, a Lei 4.728/65 consagrou também, usando abundantemente a expressão **Valores Mobiliários**, adicionando-a à expressão **efeitos de comércio** e a de **títulos cambiários**. A idéia que se recolheu da expressão **Valores Mobiliários** era a de que fora empregada para significar títulos e documentos negociados em massa, especialmente na bolsa e no balcão, o que se verifica pelo seu uso posterior pela regulamentação dada às bolsas de valores, através da Resolução nº 39, de 20.4.1966, do B. C.

Atualmente, a emprega e anuncia os documentos entendidos como Valores Mobiliários, a Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (arts. 1º e 2º, principalmente).

Como entender tal expressão em relação aos títulos de crédito, aos títulos cambiários e aos efeitos de comércio?

NOÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Valores é expressão genérica, tanto mais vazia quanto ampla; em relação aos títulos de crédito ditos abstratos, poder-se-ia entender que a expressão lhes é destinada? Isto será visto mais adiante. **Mobiliários**, também não significa *sic et simpliciter* muito, ou quase nada. De **Móvel**, poder-se-ia entender o que está mobilizado, o que é mobilizável; como os títulos de crédito são considerados coisas **móveis** (arts. 47/48, do Código civil brasileiro) sujeitos às regras de circulação desse tipo de bens, e até prevalecendo segundo a doutrina dominante, em relação a eles, a regra *en fait de meubles, possession vaut titre*, tem-se aí um ponto de contato.

Já os dicionários (como o Aurélio) assinalam que **Valor Mobiliário** é designação comum aos créditos por dinheiro ou coisa móvel, ações, obrigações, títulos negociáveis, etc.

Contudo, a noção jurídica exige mais. É tarefa do jurista pesquisar e tentar obter o exato significado das expressões legais, dentro dos parâmetros da chamada construção dogmática. Daí ser importante um estudo, ainda que sucinto, no direito comparado, não sem antes observar, com Ascarelli [3, p. 11], que "a tarefa mais difícil da investigação dogmática consiste justamente, em separar, dentre os vários característicos de um instituto, os que lhe são essenciais, em colocá-los como fundamento da construção dogmática e, por isso, como premissa da aplicação analógica. O fim e a justificação da investigação dogmática consistem justamente no fato de que ela constitui um instrumento para resolver os novos problemas que a vida vem sempre propondo, mantida a continuidade entre as soluções já aceitas e as que são propostas quanto aos novos problemas. Justamente por isso, a maior dificuldade na construção dogmática está na escolha dos vários dados jurídicos para individuar os que, no seu desenvolvimento, melhor podem permitir alcançar a solução dos novos problemas, observada a continuidade e a necessária harmonia com as soluções aceitas nos casos resolvidos anteriormente. Ao preencher essa função, o estudo do direito comparado revela-se de utilidade singular, sob um duplo aspecto. Em primeiro lugar, na construção de um instituto dentro de um determinado sistema, isoladamente considerado. O conhecimento do direito comparado permite-nos, realmente, como já lembrei, apreender melhor os diversos direitos, isoladamente considerados; perceber o alcance e as razões das suas soluções; descobrir as 'premissas implícitas', que lhes são peculiares."

OS EFEITOS DE COMÉRCIO E OS VALORES MOBILIÁRIOS

A doutrina mais moderna, na França, conceitua os efeitos de comércio como títulos negociáveis que constatam a existência em favor do portador de um crédito a curto prazo e serve para o seu pagamento. Esses títulos, porque originariamente eram utilizados apenas no comércio, tomaram esse nome. São hoje, basicamente, as letras de câmbio, as notas promissórias, os *warrants*, os cheques, as faturas e borderôs protestáveis. Já os Valores Mobiliários são conceituados como títulos negociáveis representando direitos de sócios ou de empréstimos a longo prazo, e não obstante se empregue igualmente a expressão **títulos de bolsa**, esta expressão é mais restrita que a de **Valores Mobiliários**, posto que nem todos os Valores Mobiliários são negociáveis em bolsa (Ripert & Roblot [28]).

Vê-se, pois, como a doutrina francesa tem presente, na caracterização dos **efeitos de comércio**, a sua assimilação à moeda (valor determinado; prazos curtos e fácil circulabilidade) e por conseqüência ainda que reconhecendo em alguns papéis ou títulos certas similitudes com os efeitos de comércio, descarta-as por não se enquadrarem em todos os seus termos nas características (como, por exemplo, os *billets de banque*) dos efeitos de comércio.

É segundo essa linha de assimilação à moeda (como instrumento de pagamento) que é feita também a distinção entre Efeitos de Comércio e Valores Mobiliários.

Partindo da noção de **efeitos de comércio** como títulos negociáveis, com a indicação do seu valor, comprovando crédito em dinheiro, constata-se que, embora apresentem certa analogia com os valores mobiliários, essa analogia se revela mais aparente do que real e em conseqüência as suas diferenças são bastante profundas, podendo ser assim enumeradas:[8]

[8] Seguimos aqui a resenha feita por Roblot [29].

a) a emissão de Valores Mobiliários equivale a um empréstimo a longo prazo contratado pelo emissor (companhia pública ou privada; o Estado, etc.) quer se trate da emissão de ações ou de obrigações. É claro que do ponto de vista estritamente jurídico, como ressalva Roblot, a situação do acionista não pode ser assimilada a do obrigacionista, somente este podendo ser considerado como um verdadeiro credor. Mas, no fundo, ambos ao subscrever, têm o mesmo objetivo: emprestar dinheiro a outro para obter um resultado, realizando assim uma colocação de capitais. Ora, se é certo que aquele que subscreve ou negocia um efeito de comércio contrata igualmente um empréstimo, só pode ser um empréstimo a curto prazo, da mesma forma que o empréstimo pelo desconto, é sempre uma aplicação temporária e de duração limitada. Justamente por isso, os Valores Mobiliários não se prestam às operações de desconto, e desse fato provém, em grande parte, sua inaptidão para substituir a moeda nos pagamentos. Os efeitos de comércio, pelo contrário, são suscetíveis de serem descontados e é um dos motivos pelo qual eles constituem, nas relações comerciais, um útil instrumento de troca;

b) a responsabilidade como garantia assumida por aquele que negocia uma ação ou uma obrigação não tem um alcance legal semelhante àquela que é imposta pela lei ao emitente de uma letra de câmbio ou de uma nota promissória. O primeiro se obriga unicamente a entregar ao cessionário um título de crédito contra o emitente; ele não se torna garante da solvabilidade da companhia emissora, já que o empréstimo contratado não é reembolsável senão a longo prazo e, até o vencimento, a situação do devedor pode se modificar. Isto não ocorre quanto aos efeitos de comércio, pois que ao transferi-los a um terceiro, geralmente ele efetua um pagamento, sendo necessário certificar o valor do documento através do qual ele quitou o seu débito. Engaja assim a sua responsabilidade plena;

c) os Valores Mobiliários, como os *billets de banque* são emitidos em série e por frações iguais, distinguindo-se os da mesma série entre eles, se for o caso, pelo número. O que não ocorre com os efeitos de comércio, emitidos cada um por vez, em função de uma determinada operação, e cada um com seu próprio valor; e

d) por fim, os Valores Mobiliários, pelo menos as obrigações, são reembolsáveis por sorteio, individualmente ou por lotes, o que não ocorre jamais com os efeitos de comércio.

Michel Vasseur, em relatório apresentado ao Instituto de Estudos Europeus, da Universidade Livre de Bruxellas, por ocasião dos Trabalhos do Grupo de Estudos sobre "Aspectos Jurídicos das Relações Econômicas entre a Europa e a América, Comissão de Valores Mobiliários"[9], baseando-se basicamente na obra de Ripert & Roblot [28] esclarece que a expressão **Valores Mobiliários** designa títulos negociáveis que representam direitos de sócios ou de empréstimos a longo prazo. E conquanto a expressão **títulos de bolsas** seja mais estreita do que a de **Valores Mobiliários**, ambos exprimem a mobilização do título; e é por causa dessa mobilidade que esses títulos estão ligados ao direito comercial, mesmo que não sejam utilizados no comércio e negociados por não comerciantes. O Valor Mobiliário é por excelência um título de investimento (*placement*), e seu característico distintivo é que o direito que ele representa é um direito de sócio ou de empréstimo, ou seja, um direito suscetível de obter uma renda. Não constituem pois Valores Mobiliários, nem os *billets de banque* que têm uma função monetária, nem os efeitos de comércio, nem o cheque, que não rendem juros, nem os cupons que dão direito ao pagamento de um dividendo ou de juro, ou a um direito de subscrição. As 3 categorias clássicas de Valores Mobiliários, na França, são constituídas pelas ações, as obrigações e as partes do fundador.

A TERMINOLOGIA DOS PAPÉIS DE CRÉDITO NOS ESTADOS UNIDOS E EM ALGUNS PAÍSES DA EUROPA

OS VALORES MOBILIÁRIOS NA ITÁLIA

A doutrina italiana sempre apontou como "estrangeira" à terminologia jurídica italiana, a noção de Valores Mobiliários.[10] E nesse sentido, asseveram Renzo Morera e Francesco Argan [1, p. 304 e seguintes] que essa denominação — ademais de pouco utilizada pela doutrina e nas decisões jurisprudenciais — não corresponde a uma categoria jurídica precisa, na Itália, que seja utilizada como o é, por exemplo, a noção de títulos de crédito. E notam esses autores, que se encontra na lei de 20 de março de 1913, nº 279, sobre a organização da Bolsa, uma referência legislativa à noção de "valor" compreendendo os títulos tanto públicos

---

9 In Vasseur [32].

10 Ferri [16]; Argan & Morera [1, p. 304] e Chiomenti [12].

como privados admitidos à cotação à bolsa. No capítulo II, dessa lei, que se refere "à admissão dos valores à cotação" são enumeradas certas categorias de títulos admitidos à cotação de pleno direito (títulos de crédito público e outros valores públicos ou que podem vir a ser admitidos por decisão da Câmara de Comércio — títulos de pessoas jurídicas, títulos de sociedades comerciais por ações, títulos públicos estrangeiros, títulos de pessoas jurídicas estrangeiras e títulos de sociedades por ações estrangeiras). Esta enumeração corresponde, substancialmente à noção de **Valor Mobiliário** da forma como é concebida pela doutrina francesa.

Por seu turno, observa G. Ferri [16, p. 32 e seguintes] ao considerar o título de crédito como um meio técnico de circulação, e ao defender a tese de que essa função a ser preenchida pelo título é dependente da vontade do emitente — portanto, a função não é revelada simplesmente pela imagem plástica da incorporação, mas, ao contrário, pela função do documento que se esclarece a incorporação e dá-se-lhe um significado jurídico. Para o Autor, a função de circulação se revela pela legitimação e titularidade. Diz à certa altura: "Quando a legitimação seja conexa a um documento, pode haver um titular não-legitimado e um legitimado; e é em relação a essa dualidade de conceitos que se acentua a disciplina dos títulos de crédito: a segurança da circulação e a mobilização dos créditos ocorrem em virtude da função de legitimação do título, o qual permite, por meio da aquisição do documento, o exercício do direito, mesmo por parte de quem não é titular". E ao analisar a expressão francesa **Valores Mobiliários** a considera como referente a títulos de massa, em contraposição aos títulos individuais (chamados na doutrina francesa, como vimos, de efeitos de comércio). A distinção que para ele, se baseia essencialmente numa divisão de função econômica — instrumentos de mobilização do crédito — os títulos individuais; e instrumentos de dissociação da propriedade (no sentido econômico) e controle da riqueza — os títulos de massa, assume relevo na determinação do conceito jurídico dos títulos de crédito. Nos títulos de massa, de um lado, o princípio da incorporação é atenuado com mais intensidade, e de outro, o destaque entre o *rapporto sottostante* e o *rapporto cartolare* parece totalmente claro, não admitindo nenhuma influência, mesmo indireta, do primeiro sobre o segundo, e fazendo qualificar como venda de uma *res*, mesmo em operações de diversas naturezas (empréstimo, sociedade) a emissão do título. Após mostrar algumas diferenças entre os títulos de massa e os individuais — ao menos em termos de circulação, sobretudo em relação aos títulos ao portador — Ferri assinala que se do ponto de vista da prática, pode haver uma situação diversa entre os diversos possuidores do título que assume especial relevo para os títulos individuais e possa restar praticamente inoperante perante um título anônimo e de larga circulação, sob o aspecto jurídico, entretanto, não existe diversidade substancial e justifica-se perfeitamente a subordinação a uma única disciplina do aspecto circulatório — que é o aspecto essencial dos títulos de crédito — e sob o qual todos os diversos títulos se apresentam com caráter comum.

E prossegue Ferri, dando a chave da questão do relacionamento entre Valores Mobiliários (ou títulos de massa como prefere) e os títulos de crédito — afirmando que na fase da circulação do título — que é o aspecto que a lei considera — não existe diversidade entre títulos individuais e títulos de massa. E se a emissão do título possa ter nas duas hipóteses, uma justificação econômica essencialmente diversa, permanece, contudo idêntica a justificativa da atribuição ao título de caráter de título circulante, idênticas também são as exigências às quais se submete, idêntica a situação que será determinada por efeito da circulação do título. É indubitável que o direito que cada título exprime é diverso e, mesmo sendo todos títulos de crédito, uma cambial ou um cheque bancário, não podem ser confundidos com uma obrigação de sociedade ou com uma ação, assim como não podem ser confundidos com uma apólice ou com um certificado de depósito. Mas, isto não elimina o fato que todos esses documentos são títulos de legitimação circulantes gerando identidade de problemas e de situação quando circulam e pelo fato de que circulam. E afinal conclui que essa consideração unitária que não é uma construção arbitrária do legislador italiano, mas corresponde a uma efetiva realidade, resulta evidente do fato de que, mesmo nos ordenamentos jurídicos em que falta uma disciplina geral, sente-se a necessidade de construir uma categoria unitária dos títulos de crédito; isto ocorre no ordenamento alemão, no espanhol, no inglês, e também no francês, no qual a contraposição entre efeitos de comércio e valores mobiliários não exclui que ambas as categorias sejam reunidas naquela mais ampla e compreensiva de **títulos negociáveis.**

OS VALORES MOBILIÁRIOS NOS ESTADOS UNIDOS

Neste país, como se sabe, a expressão utilizada para títulos negociáveis no mercado é a de *securities*, havendo duas categorias principais[11] daquelas emitidas pelas companhias e que são: as *stocks* (divididas em *common stock* e *stock which grants a preferrer*) e as *debt securities*, em geral, as *debentures* ou *bonds*.

[11] Confronte et alii [13].

OS VALORES MOBILIÁRIOS NA INGLATERRA

Isso também ocorre na Inglaterra, sendo as principais *securities* as *shares* e as debêntures.[12]

OS VALORES MOBILIÁRIOS NA ALEMANHA

Esclarece Norbert Horn [18] que na Alemanha se conhecem as categorias habituais de Valores Mobiliários negociáveis que são as ações, as partes beneficiárias (ações de fruição), as obrigações e os títulos de fundos comuns de investimento (*Investmentzerti fikate*) e ainda os *Kuxe* das sociedades mineiras ligadas a uma antiga legislação. Entre estas categorias, encontram-se outros tipos especiais regulamentados por uma legislação específica como as obrigações de crédito fundiário (*Hypothekenpfandbrief*). Na terminologia jurídica alemã, a noção de **Valor Mobiliário,** no sentido de títulos negociáveis, corresponde à noção de *Effeckten* (efeitos) ou *börsenfähige wertpapiere* (títulos admitidos à cotação). A noção de *Wertpapiere* que é traduzida também por Valor Mobiliário é mais ampla, compreendendo os títulos mencionados e também as letras de câmbio, os cheques, as letras hipotecárias, os conhecimentos e outros mais. Todos estes títulos são definidos como *Wertpapiere,* ou seja, documentos que representam um direito privado subjetivo de maneira que o exercício do direito depende da posse do documento. A maior parte desses títulos é negociável; podem-se, pois, classificá-los de acordo com o conteúdo do direito que representam ou conforme a técnica jurídica da sua transferibilidade. Os principais Valores Mobiliários são: ações e partes beneficiárias (reguladas pela *Aktiengesetz,* de 6.9.1965); as obrigações, reguladas pelos §§ 793-807 do B.G.B. e pela *Gesetz über die staaliche Genehmigung von Inhaberund Ordesschuldverschreiburgen,* lei regulando a autorização da emissão de obrigações de 26.6.1954; e os títulos comuns de investimentos (leis de 16.4.1957 e de 9.8.1960).

OS VALORES MOBILIÁRIOS NA HOLANDA

São assinaladas as 3 categorias clássicas dos Valores Mobiliários na Holanda,[13] ou seja, as ações, as partes beneficiárias e as obrigações, devendo-se ainda acrescer os certificados de *Administratiekantoren* e os títulos emitidos pelos fundos de investimento.

OS VALORES MOBILIÁRIOS NA BÉLGICA

Neste país, o rol dos títulos considerados Valores Mobiliários é mais extenso, compreendendo: ações, direito de subscrição; partes beneficiárias; obrigações; certificados dos fundos de investimento; certificados de títulos nominativos estrangeiros.[14]

OS VALORES MOBILIÁRIOS NA SUÍÇA

Já na Suíça, dada a ampla liberdade de emissão de títulos,[15] o rol dos Valores Mobiliários é também extenso, incluindo também, as cadernetas de depósito e as de poupança, que não são considerados títulos. Assim, ali se encontram: ações (divididas em acionarato público — *Publikumsaktionar*) e acionarato empresarial — *Unternehmeraktionar*) os bônus de *juissance*; os bônus de participação; as partes dos fundos de investimento; as obrigações (sim-

---

12 "Fortunately the British have not devoted so much effort to diversifying the legal forms of securities as they have to diversifying the forms of companies — there are in fact two, or four if stock is counted as a different form. They are shares and debentures which may be converted into stock and debenture stock. Briefly, since they form the subject of chapters 2 and 3, they can be defined thus: "A share is the interest of a shareholder in the company measured by a sum of money, for the purpose of liability in the first place, and of interest in the second, but also consisting of a series of mutual covenants entered into by all the shareholders inter se in accordance with (the Companies Act 1948, S.20). The contract contained in the articles of association is one of the original incidents of the share. The share is a legal interest measured in terms of money, and regulated by the terms of the memorandum and articles of the company, and the Companies Act. Shares can be converted into stock, the legal nature of which will be discussed below. Debenture — when a company borrows money, the lenders are given a document known as a debenture, which is evidence that the company is indebted to them. This is usually coupled with a charge against the company's property. If the company creates one loan fund this will be known as debenture stock, and certificates distributed to each of the class of lenders. Not every type of company debt will be a debenture: in practice only in the case of a loan likely to exist for a considerable period of time will a debenture be issued. In legal theory, shares are an interest in the company, whereas debentures are evidence of a claim against it. In fact and in commercial practice, it would be more realistic to view them both as investments in the company, the one participating in the company and taking chance on its success or failure, the other participating only in a fixed rate of income". Brusaco [8, pp. 163-4].

13 Confronte Glandsdorlff [17].

14 Confronte Stryckmans [31] que observa inclusive que a doutrina recente demonstrou que os Valores Mobiliários são títulos negociáveis, mas que supõem a criação de uma instituição à qual estão ligados, ou seja, a sociedade anônima ou a em comandita por ações. Como todos os títulos negociáveis, os Valores Mobiliários conferem um direito de caráter literal e independente das transmissões anteriores. Esta autonomia é conseqüência da cláusula à ordem, ao portador ou à forma nominativa que lhes são dados. Contudo, em razão da dependência de Valores Mobiliários em relação à instituição emitente, a autonomia dos direitos que neles estão incorporados é muitas vezes limitada pelas relações jurídicas estranhas ao título. E também os Valores Mobiliários não têm um caráter literal como os outros títulos à ordem ou ao portador.

15 Aubert & Patry [5].

ples e conversíveis em ações); as cédulas hipotecárias; as letras de renda; as letras de garantia e os certificados de depósito ou bônus de caixa bancários.

TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS

Verifica-se, pois, que no direito comparado, embora se encontre a denominação **Valores Mobiliários** apenas na França, nos demais países se detecta a existência de títulos ou papéis, que refugindo ao estrito âmbito da circulação entre particulares, num sentido individual, atuam num âmbito maior, (bolsa e balcão) emitidos em massa, com valores idênticos e em geral a longo prazo, sujeitando-se por isso, não só a um mecanismo especial de mobilização, mas também a uma fiscalização, às vezes rigorosa, tanto em relação à sua emissão, quanto a sua própria circulação,[16] vinculados ao emissor, normalmente, uma sociedade anônima.

Sem dúvida que é difícil discordar de Ferri, ou ao menos não simpatizar com a sua construção do, por assim dizer, "miolo" comum dos títulos de crédito, em relação à sua circulabilidade, o que lhes dá a unidade caracterizadora, mas, pelo menos em relação ao direito brasileiro, surge uma nova questão que, não prejudicando obviamente a primeira (ou seja, a da unidade dos títulos de crédito), enseja uma pesquisa da maior importância, ou seja, se todos os papéis relacionados pela lei como Valores Mobiliários podem ser considerados títulos de crédito.

Previamente, pode-se afirmar desde logo que são inescrutáveis os motivos que levaram o legislador a relacionar apenas os que relacionou, deixando de fora, por exemplo, os títulos estatais (federais, estaduais e municipais), que sempre foram como são, no direito comparado ao menos, títulos de bolsa, entendida esta expressão como títulos perfeitamente adaptados às negociações bursáteis. Não foi por certo por levar em consideração as exigências da técnica operacional bolsística que ficaram de fora, pois, além de a elas se ajustarem (como títulos de massa, etc.), já a Resolução nº 39/66 do BC, admitia que se fizessem negociações (em caráter excepcional, é verdade, — e somente por meio de leilões, — de outros papéis que tradicionalmente refogem às operações bolsísticas, como por exemplo dos títulos patrimoniais de clubes esportivos, recreativos, etc. (art. 62).

Também a Resolução nº 39 estabelecia que seriam negociáveis nas bolsas de valores, os títulos e Valores Mobiliários de emissão ou co-responsabilidade: I. De pessoas jurídicas de direito público; II. De pessoas jurídicas de direito privado, registrados no Banco Central (art. 57) e ainda, direito à subscrição, e opções referentes a ações e debêntures, desde que oriundos de títulos que fossem capitulados no art. 57 (art. 58).

Vê-se assim que textualmente a Resolução nº 39, neste artigo 57, distinguia títulos de valores mobiliários.

OS VALORES MOBILIÁRIOS COMO TÍTULOS DE CRÉDITO

Preliminarmente, convém observar que não tem havido na doutrina a preocupação de distinguir, tanto entre os efeitos de comércio[17] como em relação aos Valores Mobiliários ou outros papéis que ficaram fora dessas duas classes (como os conhecimentos de transporte e de depósito, por exemplo) quais os que podem ser efetivamente considerados títulos de crédito, o que ocorre igualmente entre nós, omissão de que nós mesmos nos penitenciamos.[18]

Nesse sentido, Gilda Parga Lassance de Oliveira [25, p. 64] em estudo introdutório sobre o mercado de capitais, considera simplesmente, sem maior análise (dadas naturalmente as limitações do tipo da obra) como títulos os Valores Mobiliários, afirmando:

"A Comissão de Valores Mobiliários tem por finalidade precípua a fiscalização e a regulação do mercado de títulos de renda variável, mas, segundo o art. 4º, da Lei que a criou tem elas outras atribuições, tais como (. . .). Os títulos conceituados como valores mobiliários, sujeitos ao controle da C.V.M. são ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; os certificados de depósitos de valores mobiliários; e outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas a critério do Conselho Monetário Nacional".

Exceção sobre tal aspecto é a obra de Newton de Lucca [21, p. 38 e seguintes], em que, pioneiramente ao que saibamos ao menos, o Autor procurou estudar os Valores Mobiliários perante a teoria dos títulos de crédito, embora, esclareça-se, sem ter dado maior importância ao tema, ou como afirma "Acresce dizer que a identificação de um documento como valor mobiliário não traduz interesse prático maior", e que se não esgotou o assunto, como não era o caso, evidentemente, ao menos abriu perspectivas para a sua análise, desse ponto de vista. Dentro da ótica a que se propôs, tece considerações o Autor sobre o tema, que se impõe sejam transcritas: "É necessário", diz o Autor, "regis-

16 Leães [19]; Castro & Eizirik [11] e Eizirik [15].

17 Como, por exemplo, Roblot que ora refere-se a título, ora a escrito (quanto ao cheque) tanto em referência aos efeitos de comércio, como aos Valores Mobiliários.

18 O que se explica pela natureza da obra e suas limitações, mas que será corrigida em próxima edição. Confronte Bulgarelli [9].

trar, por outro lado, que o advento da recente Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, criou necessariamente um sistema dicotômico de papéis, distinguindo, com uma disciplina especial, os chamados 'valores mobiliários'". Cumpriria indagar, ante a disposição do art. 2º da referida lei, qual é a relação existente entre os ditos **Valores Mobiliários** e os títulos de crédito. Seriam os primeiros uma espécie do gênero dos segundos? Ou simplesmente haveria uma analogia relacional entre as duas categorias distintas uma da outra? De atentar-se que, no art. 2º da Lei 6.385, foi dito que "as ações, as partes beneficiárias e debêntures, os certificados de depósito de valores mobiliários" e outros títulos estariam sujeitos à nova disciplina legal. Como classificar-se em conseqüência, com o novo texto legal, a ação da sociedade anônima? Seria ela um título de crédito ou um Valor Mobiliário? Ou, antes ainda, os Valores Mobiliários são ou não títulos de crédito? Parece-nos importante assinalar, desde logo, que os Valores Mobiliários não possuem um elemento peculiar que os distinga dos títulos de crédito. O único traço distintivo — se é que se possa falar assim — é o de que os Valores Mobiliários assumem, em princípio, a característica de serem negociados em mercado. Exatamente por serem negócios realizados em massa, cuidou a lei de proteger, por diversas formas, os titulares desses papéis. Mas, como é óbvio, não parece de nenhum rigor metodológico dizer-se que a negociação em mercado seja característica absoluta dos Valores Mobiliários. Não só no plano semântico, como no da própria Lei 6.385, inexiste justificativa dogmática para tal conclusão. Sob o primeiro aspecto, fácil é de perceber-se que Valor Mobiliário significa um bem móvel, em oposição ao bem imóvel, não tendo que ver necessariamente com negociação em mercado. Sob o prisma legal, verifica-se que há expressões capazes de conduzir o intérprete no mesmo sentido. Veja-se, por exemplo, a redação do art. 1º: "Serão disciplinados e fiscalizados de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I. a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado". Infere-se assim, da sistemática da lei, que podem existir Valores Mobiliários que não sejam distribuídos no mercado, e, por isso, não sujeitos ao regime da lei. Idêntico raciocínio poderia ser aplicado no art. 2º que diz: "São valores mobiliários sujeitos ao regime desta lei", do que se conclui, igualmente, que há outros Valores Mobiliários não sujeitos ao império da lei. Pela intenção do diploma legal, entretanto, percebe-se que a conotação dada aos Valores Mobiliários é a de que se trata de papéis que, por serem negociados em massa, necessitam de proteção legal específica pelo legislador. Fixadas tais premissas, diríamos que o conceito de **Valores Mobiliários** não possui qualquer liame lógico com o de **Títulos de Crédito.** Podem os títulos de crédito, em alguns casos, assumir as feições de Valores Mobiliários e, da mesma forma, estes poderão, concomitantemente, ser considerados como aqueles. Mas são 2 sistemas distintos, sem uma correspondência lógica entre ambos. Em outras palavras, o que torna um papel um título de crédito é algo completamente diverso daquilo que o faz considerá-lo, eventualmente, um Valor Mobiliário.

Não obstante o acerto das ponderações do Autor, há que se fazer 2 reparos: primeiro, há um certo liame lógico entre as duas denominações, como foi mostrado por Ferri, como já vimos; segundo é que se os títulos de crédito poderão vir a ser considerados como Valores Mobiliários (o que duvidamos nos casos, por exemplo, dos certificados de transportes ou de depósito, etc.) a contrapartida não é verdadeira, pois não será qualquer Valor Mobiliário que poderá ser considerado título de crédito.

Recentemente, o Prof. Philomeno Joaquim da Costa [14, p. 111 e seguintes], examinando a questão das companhias abertas, acentua a tendência moderna para encaminhar as poupanças populares para o **mercado de capitais** que define como sendo "o conjunto de meios e instrumentos geradores das negociações recíprocas entre investidores e grandes empresas". Ao examinar os Valores Mobiliários parece entendê-los como uma espécie de títulos de crédito, não obstante não atribua nenhum valor científico a essa designação.

Com efeito, acentua o mestre paulista, ao continuar a análise do mercado de capitais, "Esta convivência (aproximação) é em primeiro lugar possível, porque as vendas e compras, que a traduzem, são de 'papéis fabricados' pelas sociedades (anônimas) interessadas; estes papéis são, com outros, os valores mobiliários.

"Valor mobiliário é o título de crédito negociável, representativo de direito de sócio ou de mútuo a termo longo, chamado também de título de bolsa. É expressão francesa tipicamente pragmática; não possui característica científica; talvez se possa ressaltar nessa categoria a particularidade de que instrumentaliza a busca de uma renda pelo seu titular; é essencialmente negociável. A classe, para se ter uma sua visão geral opõe-se aos outros títulos de crédito categorizados como efeitos de comércio, outro galicismo jurídico, a traduzir os papéis criados pelo comércio para ensejar a realização das suas operações; são normalmente negociáveis, traduzindo um crédito a termo curto.

"São valores mobiliários, referidos expressamente pela Lei 6.404, os seguintes: A) As ações representativas das frações em que é dividido o capital da anônima (art. 11); B) Os certificados de depósito de ações (art. 43); C) As partes beneficiárias (art. 46); D) Debêntures (art. 52); E) Cédula pignoratícia de debêntures (art. 72); e F) Bônus de subscrição (art. 107). Há outros, estranhos à superfície privativa das companhias. Veja-se a Nota 1, citada letra F, ao art. 11 infra.

"A convivência (aproximação) entre investidores e empresários é em segundo lugar possível, porque as vendas e compras dos valores mobiliários são realizadas substancialmente por leilão público em recinto fechado com pessoal especializado; esta organização é a bolsa de valores".

Ressalva, contudo, que podem ser vendidos **títulos mobiliários** (a expressão é do Autor) fora da bolsa, ou seja, no mercado de balcão que conceitua como "o conjunto de negócios, fora de bolsa, realizados por intermédio de entidade financeira credenciada para atuar no mercado de capitais ou por seus agentes autônomos autorizados, quando os possa ter".

Mas, não obstante o Autor [14, nota 1, G, p. 197] ter considerado os Valores Mobiliários como espécie dos títulos de crédito, nega contudo a qualificação de título de crédito, às ações nominativas — por causa de sua circulação restringida — e às ações escriturais que são registros.[19]

Na verdade, tudo está a indicar que a noção de **Valores Mobiliários** vem sendo encaminhada no sentido de se enquadrar o papel à técnica de negociação em massa (bolsa e balcão) indiferente à questão de que o papel constitua ou não título de crédito (embora, e esta é uma questão da maior importância, as regras de circulação dos títulos de crédito — incorporação, titularidade e legitimação — sejam praticamente inseparáveis dos papéis a serem considerados Valores Mobiliários), razão porque a doutrina francesa concluiu que a noção de **Valores Mobiliários** é pelo menos na França, mais ampla que a dos títulos de bolsa, por exemplo.

Se tivermos assente que os títulos de bolsa, ao menos tradicionalmente, são basicamente as ações e obrigações (estas, preferentemente as debêntures) às quais se pode acrescer, não sem algumas dúvidas — os cupões de ações e as partes beneficiárias — tem-se que, de fato, a relação da Lei 6.385/76[20] ultrapassa de muito os títulos bursáteis, indo alcançar outros papéis cuja natureza de títulos de crédito ou é negada ou ao menos controvertida, como por exemplo, as ações nominativas.[21]

As ações, em geral, entendidas e classificadas tradicionalmente hoje, como títulos de participação,[22] após terem sua natureza de título de crédito posta em dúvida,[23] atualmente, entre nós, perante a configuração que lhes deu nossa lei sobre sociedades por ações (6.404/76) encontram ainda resistências em serem qualificadas como títulos de crédito, sobretudo as sem valor nominal (a que faltaria o valor expresso através da literalidade) e as escriturais (despojadas da cártula).[24]

Na verdade, a configuração de Valores Mobiliários se deve à sua negociabilidade e enquanto títulos de massa. Talvez, a tal propósito, deva-se ressaltar, o que aliás, a doutrina estrangeira já assinalou, ou seja, o caráter infungível dos títulos individuais perante a fungibilidade atribuída aos títulos de massa.[25]

CONCLUSÕES

Sem querer adentrar num estudo aprofundado e individuado de todos os papéis que a Lei 6.385 relacionou sob a rubrica de **Valores Mobiliários** (o que é incompatível

---

19 Após considerar a **ação**, em geral, como título de crédito, ressalva o Autor: "Contudo, se a transferência depende de registro nos livros sociais, transferindo-se mesmo os seus direitos sem a exibição do papel (ação), este já não é mais o documento necessário para o exercício de um direito literal e autônomo, que neles se contém. Também, quando o estatuto social impõe limitações à circulação das ações nominativas (art. 36), estas, por mais esta razão, não são títulos de crédito. A ação nominativa e com mais forte razão aquela que tem estatutariamente a sua circulação restringida, não são documentos de legitimação, a categoria menos evoluída dos papéis encarados como títulos de crédito em potencial mais afastados; quando se cria uma categoria de papel com o objetivo de facilitar a fixação do credor de uma prestação de serviços como um exemplo, ele contém pelo menos uma literalidade da obrigação; isto não ocorre com a ação nominativa e com a que tem sobrecarga na sua circulação. São na verdade meros comprovantes, porque a verdade se revela sem elas; prova-se o direito, a que se referem, pelos registros sociais.

Ainda há as ações escriturais (art. 24), que existem sem a emissão dos seus certificados. Elas escapam à teoria geral dos títulos de crédito porque lhes falta exatamente o pedaço de papel negociável; não são nem documentos. Como se vê da análise do art. 34, elas constituem registros, feitos de certa maneira, a fim de que o direito, a que se refere, fique impregnado de velocidade extrema de circulação bolsista ou do mercado de balcão do mercado de capitais.

Em síntese: as ações têm em geral a natureza jurídica de título de crédito; excetuam-se aquelas nominativas e sobretudo estas com a sua circulação restringida, que são comprovantes, mais as ações escriturais, que são registros".

20 Newton de Lucca [21, p. 38, nota 1] mostra que a Lei 6.385/76 que é de 07.12.76 — anterior portanto à Lei 6.404, que é de 15.12.76 — relaciona entre os Valores Mobiliários o **bônus de subscrição** que só foi criado pela Lei 6.404/76, portanto dias após.

21 Negam-lhe tal qualificação por exemplo, Ferri [16] e entre nós, Lucca [21] e Costa [14], e outros.

22 Confronte as obras de Carnelutti, Messineo, Gasperini, Asquini, Gualtieri, Brunetti e Ferri.

23 Como Carvalhosa [10] que nega possa a ação escritural constituir-se um Valor Mobiliário.

24 Como assinala Ferri e também Garrigues.

25 Também Batalha [7, p. 297 e 406] e Martins [22, p. 249 e 462].

com a estreiteza dos limites deste simples estudo) pode-se aceitar como títulos de crédito (ao menos como hipótese de trabalho) as ações, as partes beneficiárias e debêntures e os cupões desses títulos. Já os chamados novos títulos societários, como os bônus de subscrição, e os certificados de depósito de Valores Mobiliários, pode-se também aceitar com base em Mauro Brandão Lopes [20, p. 15 e 78] que são títulos de crédito.

E se não o fossem — ou não o sejam efetivamente — contudo, pode-se observar que a tais papéis manda à lei aplicar as regras básicas dos títulos de crédito, sobretudo, no que toca à circulabilidade, às regras do endosso. E chegou a considerar a Lei 6.404 no caso da custódia, as ações como fungíveis (art. 41).

Por outro lado, é bom lembrar que ao dispor a Lei 6.385 (art. 2º), sobre a possibilidade de virem a ser considerados como Valores Mobiliários, a critério do C.M.N., outros títulos, não falou em papéis ou documentos, mas, referiu-se expressamente a **títulos**, comprovando de certa forma a assertiva da subordinação da Noção de Valor Mobiliário à condição de título de crédito.

Tem-se à guisa de conclusão, que os Valores Mobiliários não se confundem com os chamados efeitos de comércio, nem com os títulos meramente cambiais, nem com todos os títulos de crédito (por exemplo, os conhecimentos de transporte, de depósito, de depósito bancário a prazo fixo, etc.). Mas são títulos de massa, títulos negociáveis e títulos societários. Participam e devem se integrar à teoria dos títulos de crédito, não só para se manter a unidade conceitual e sistemática, mas porque estão impregnados, senão de todo, ao menos de vários requisitos característicos dos títulos de crédito.

Entre nós, tem-se mais um elemento para a qualificação dos papéis relacionados como Valores Mobiliários, pela Lei 6.385, que é a sua estreita ligação com títulos emitidos pelas companhias. Com efeito, com exceção dos certificados de depósito de Valores Mobiliários — que também se referem a títulos emitidos pelas companhias, e emitidos por instituições credenciadas para auxiliar as companhias — todos os demais são de emissão exclusiva das companhias. O que se casa com o já citado disposto no inciso III, do art. 2º, da Lei 6.385, que limitou a adoção de novos Valores Mobiliários apenas a títulos emitidos por companhias.

Ora, nesta projeção do tema que está, sem dúvida a merecer um estudo em maior profundidade, tem-se evidente que, de um lado, para ser considerado Valor Mobiliário, o papel necessita de alguns requisitos próprios que lhe confiram (mesmo independentemente de disposição legal) a possibilidade de mobilização em termos de negociabilidade e de títulos de massa e sua vinculação a uma empresa emitente; e por outro lado, para que atuem eficazmente como Valores Mobiliários, necessitam tais papéis de serem dotados de alguns requisitos básicos dos títulos de crédito, sobretudo, e principalmente, no tocante à circulabilidade (pode-se falar principalmente, em legitimação e titularidade e ainda em regras de circulabilidade).

Estas pois as conclusões que oferecemos como hipótese de trabalho futuro mais amplo e pormenorizado para tema tão atraente quanto atual e desconhecido em nosso meio.

BIBLIOGRAFIA

1 ARGAN, Francesco & MORERA, Renzo. Les valeurs mobilières en droit italien. In: LE RÉGIME juridique des titres des sociétés en Europe et aux États Unis. Bruxelles, Presses Université de Bruxelles, 1970. pp. 305-57.

2 ASCARELLI, Tullio. *Corso di diritto commerciale.* 3. ed. Milano, Dott A. Giuffrè, 1962.

3 *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado.* 2. ed. São Paulo, Saraiva, 1969.

4 *Teoria geral dos títulos de crédito.* 2. ed. São Paulo, Saraiva, 1969.

5 AUBERT, Maurice & PATRY, Robert. Les valeurs mobilières en droit suisse. In: LE RÉGIME juridique des titres des sociétés en Europe et aux États Unis. Bruxelles, Presses Université de Bruxelles, 1970. pp. 513-613.

6 BARRETO FILHO, Oscar. As operações a termo sobre mercadorias (*hedging*). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro,* São Paulo, RT Editora, a. 17, n. 29, pp. 11-7, 1978. (Nova Série)

7 BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Comentários à lei das sociedades anônimas.* Rio de Janeiro, Forense, 1977. v. 1.

8 BRUSACO, Margaret. Legal status of securities in English law. In: LE RÉGIME juridique des titres des sociétés en Europe et aux États Unis. Bruxelles, Presses Université de Bruxelles, 1970. pp. 157-64.

9 BULGARELLI, Waldirio. *Títulos de crédito.* São Paulo, Atlas, 1979.

10 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas (lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976).* São Paulo, Saraiva, 1977. v. 1.

11 CASTRO, Helio O. Portocarrero de & EIZIRIK, Nelson Laks. *Regulação e controle do mercado de capitais (o papel da SEC na experiência norte-americana).* Rio de Janeiro, IBMEC, 1974.

12 CHIOMENTI, Filipo. *Il titolo di credito (fattispecie e disciplina).* Milano, Dott A. Giuffrè, 1977.

13 CONNELLY, Andrew J. et alii. The regulation of the issuance and distribution of corporate securities in the United States. In: LE RÉGIME juridique des titres des sociétés en Europe et aux États Unis. Bruxelles, Presses Université de Bruxelles, 1970. pp. 1-96.

14 COSTA, Philomeno Joaquim da. *Anotações às companhias.* São Paulo, RT Editora, 1980. v. 1.

15 EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais.* Rio de Janeiro, IBMEC, 1977. (Estudos especiais, 3)

16 FERRI, G. *Il titolo di credito.* 2. ed. Turim, Unione Tipografico. Editrice Torinese, 1965.

17 GLANDSDORLFF, Bernard. Les valeurs mobilières en droit néerlandais. In: LE RÉGIME juridique des titres des sociétés en Europe et aux États Unis. Bruxelles, Presses Université de Bruxelles, 1970. pp. 359-413.

18 HORN, Norbert. Les valeurs mobilères en droit allemand. In: LE RÉGIME juridique des titres des sociétés en Europe et aux États Unis. Bruxelles, Presses Université de Bruxelles, 1970. pp. 255-304.

19 LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais & insider trading.* São Paulo, Ed. do Autor, 1978.

20 LOPES, Mauro Brandão. *S. A. títulos e contratos novos.* São Paulo, RT Editora, 1978.

21 LUCCA, Newton de. *Aspectos da teoria geral dos títulos de crédito.* São Paulo, Pioneira, 1979.

22 MARTINS, Fran. *Comentários à lei de sociedades anônimas.* Rio de Janeiro, Forense, 1977. v. 1.

23 MENDONÇA, J. X. Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro.* Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1955. v. 5, pt. 2.

24 MERCADO JUNIOR, Antônio. Observações sobre o anteprojeto de código civil, quanto à matéria "dos títulos de crédito", constante da parte especial, livro I, título VIII. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro,* São Paulo, RT Editora, a. 12, n. 9, pp. 113-37, 1973. (Nova Série)

25 OLIVEIRA, Gilda Parga Lassance de. Estrutura do sistema financeiro nacional. In: CASTRO, Helio Oliveira Portocarrero de, coord. *Introdução ao mercado de capitais.* Rio de Janeiro, IBMEC, 1979. pp. 57-78.

26 ONADO, Marco. *Le operazioni di mercato aperto nel sistema bancario statunitense.* Milano, Dott A. Guiffrè, 1975.

27 ORTOLAN, M. *Explication historique des institutes de l'empereur Justinien.* 6. ed. Paris, Henri Plon, 1857. v. 3.

28 RIPERT, Georges & ROBLOT, René. *Traité élémentaire de droit commercial.* Paris, LGDJ, 1976.

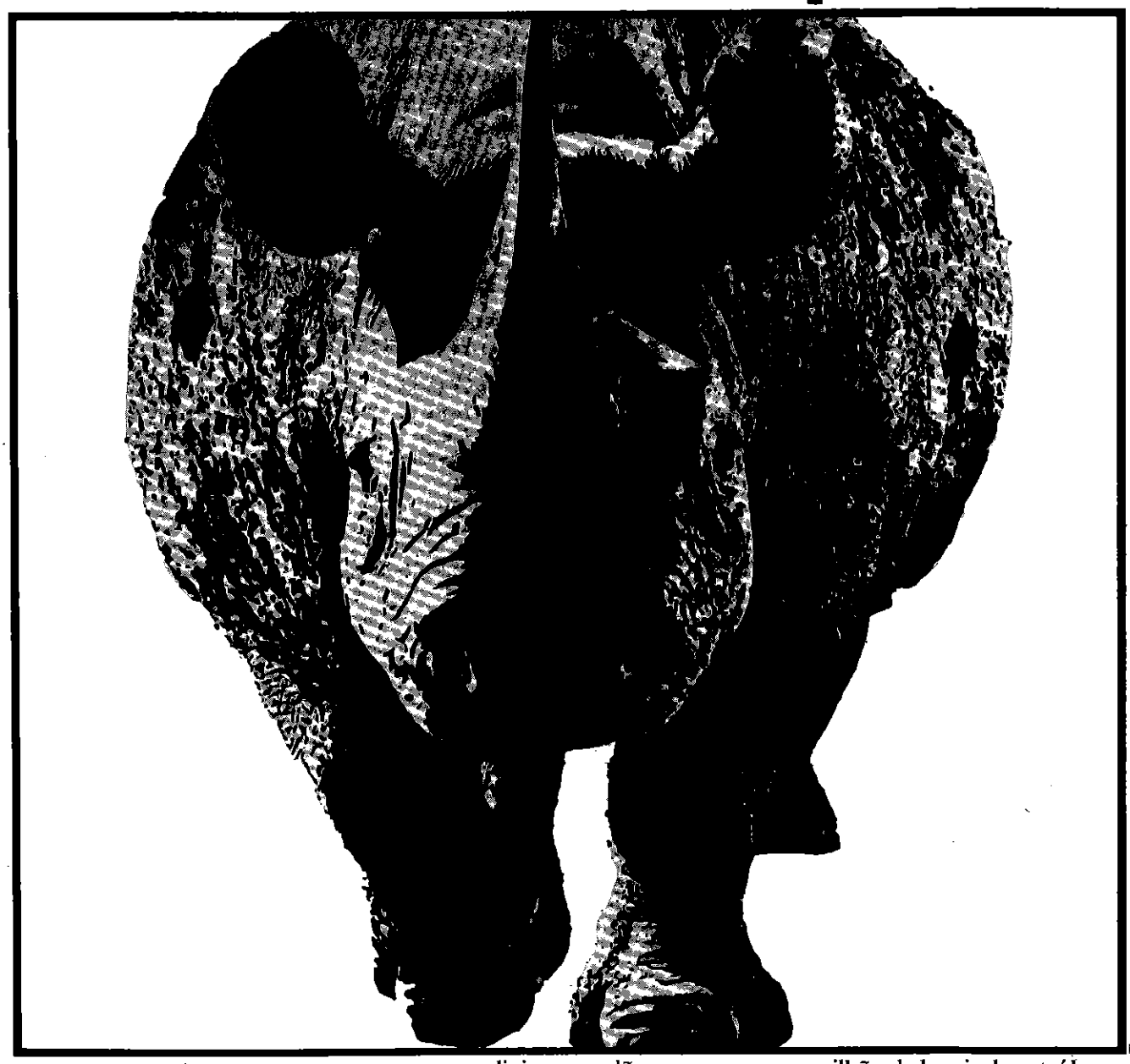
29 ROBLOT, René. *Les effets de commerce.* Paris, Sirey, 1975.

30 SPIÑOLA, Noenio D. *Commodities: o preço do futuro.* Rio de Janeiro, IBMEC, 1972. 140 p.

31 STRYCKMANS, Jean-Jacques. Les valeurs mobilières en droit belge. In: LE RÉGIME juridique des titres des sociétés en Europe et aux États Unis. Bruxelles, Presses Université de Bruxelles, 1970. pp. 415-514.

32 VASSEUR, Michel. Les valeurs mobilières en droit français. In: LE RÉGIME juridique des titres des sociétés en Europe et aux États Unis. Bruxelles, Presses Université de Bruxelles, 1970. pp. 221-54.

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.**

Considerações sobre o Papel Comercial ("Commercial Paper")

Theophilo de Azeredo Santos *

O papel comercial é um título de crédito de curto prazo, emitido por pessoa jurídica e de sua exclusiva responsabilidade, colocado no mercado com desconto a favor do comprador (investidor), diretamente pela empresa emitente ou pela rede de distribuição do mercado de capitais.

Trata-se de um título financeiro emitido sem garantias reais, pois o prestígio e confiança da empresa é que facilitam a venda de seus papéis comerciais, que rarissimamente contém aval de seus administradores. A sua finalidade é a obtenção de recursos no mercado a custo inferior às taxas praticadas pelos bancos comerciais e de investimento.

É utilizado principalmente objetivando resolver problemas a curto prazo: pagamento de tributos, aquisição de matérias-primas, eventuais desencaixes imprevistos, etc.

É comum a afirmação de que o mercado de *commercial paper* existe há mais de 100 anos nos Estados Unidos.

Como sempre ocorre, não é fácil identificar os primeiros sinais do nascimento de um instituto jurídico ou de uma prática comercial. Em recente pesquisa que realizamos em Washington, encontramos em Tufts [48] referência a artigo de William H. Peck — "The Value of Commercial Paper as Quick Assets", apresentado à Associação de Bancos da Pensilvânia, em 21 de julho de 1897.

Entre nós, não é pacífica a tese que defende a implantação do Papel Comercial, notando-se que as sociedades corretoras são as maiores partidárias de sua adoção.

Os argumentos favoráveis podem ser assim resumidos:

a) Acesso a recursos a custos mais baixos pela empresa.

b) Potencial diminuição nas taxas de juros devido à redução da diferença entre taxas de captação e aplicação praticada pelos intermediários.

c) As empresas terão maior flexibilidade, diminuindo sua dependência do sistema bancário.

d) Maior aproximação entre as empresas e o mercado, tornando-as conhecidas e preparando o caminho para o lançamento de título de longo prazo.

e) Fortalecimento de certos tipos de intermediários e maior aproximação entre estes e as empresas, formando as bases para outras operações no mercado de valores mobiliários.

f) A introdução do novo instrumento parece preencher condições de aceitação também desse ativo financeiro em nosso mercado monetário, sem abalar seu funcionamento.

---

* O autor é Presidente da Federação Nacional dos Bancos, Doutor e Mestre em Direito Econômico e Professor de Direito Econômico da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Os argumentos desfavoráveis levam à conclusão de que, no Brasil, melhor será utilizar o Papel Comercial no mercado externo, como, há poucos dias, o Conselho Monetário Nacional autorizou a Petrobrás a fazê-lo, não colocando em risco o equilíbrio do nosso ainda jovem mercado de capitais.

Eis os aspectos negativos:

a) A proteção ao investidor contra fraudes e sua própria inexperiência em mercado de crédito a curto prazo.

As operações do chamado mercado paralelo ou mercado marginal de dinheiro já criaram profundas perturbações em nossa economia e ainda recentemente apareceram sob formas as mais sofisticadas, como, em São Paulo, com a capa de *factoring*.

Além do mais, as causas das últimas liquidações e intervenções demandadas pelo Banco Central do Brasil deixam à mostra que não devemos alargar a faixa de risco para os investidores e — o que é pior — abrir portas às fraudes, sem possibilidade de controle a curto prazo.

b) A exclusão dos bancos comerciais, sob o argumento de que haveria diminuição da taxa de intermediação, não é apenas difícil de comprovação, mas, ainda, colide com a sistemática adotada nos Estados Unidos, onde os bancos realizam esse serviço com elevada eficiência, possuindo, aliás, a melhor clientela do mercado.

c) Os esforços devem ser concentrados no desenvolvimento de um mercado de títulos de longo prazo, e não na criação de alternativas de curto prazo.

É evidente que, em períodos como o atual, de inflação ainda alta, haveria desvio dos investidores para papéis de prazo menor, o que lhes possibilitaria, em função da taxa inflacionária, optar pelo investimento que melhor lhes protegesse da desvalorização da moeda.

d) O mercado de *commercial paper* será elitista: somente as grandes empresas, especialmente as multinacionais, poderão dele participar em condições vantajosas.

Nos momentos de maior dificuldade de crédito é que serão colocados os papéis comerciais, afastando, em conseqüência, do sistema, as pequenas e médias empresas. Note-se que nos Estados Unidos apenas as grandes empresas têm acesso a esse mercado, como se pode verificar por esta lista, que obtivemos no The Chase Manhattan Bank, de Nova Yorque: Sears Roebuck Acceptance Corporation, J. C. Penny Financial Corporation, Montgomery Ward Credit Corporation, General Motors Acceptance Corporation, Ford Motors Acceptance Corporation, Sperry Financial Corporation, International Harvester Credit Corporation, General Eletric Credit Corporation, Commercial Credit Corporation, Beneficial Finance, Household Finance, apenas para citar algumas.

E até 30 de setembro de 1980, estimamos em 121 bilhões de dólares o saldo de *commercial papers* emitidos nos Estados Unidos.

e) Dificuldade para o controle monetário.

Inexiste dúvida de que as autoridades monetárias terão dificuldades no controle da circulação desses títulos, que irão competir com os próprios títulos públicos, retirando um dos instrumentos eficazes que é o "mercado aberto".

Nos Estados Unidos, eis os prazos do *commercial paper*:

menos de 30 dias	= 15%
30 — 35 dias	= 65%
60 dias	= 10%
90 — 270 dias	= 10%

É inequívoco que os investidores irão dar preferência aos títulos de prazo mais curto, perturbando o nosso mercado aberto.

f) Em regime sob o impacto negativo da inflação, o aparecimento de título de primeira linha e de prazo curto irá desequilibrar os demais títulos do mercado, prejudicando a política econômica do governo.

g) A transformação de depósitos à vista em papéis comerciais irá determinar, pela concorrência, a elevação dos custos de captação, encarecendo os custos financeiros e frustrando o objetivo final da criação desse papel.

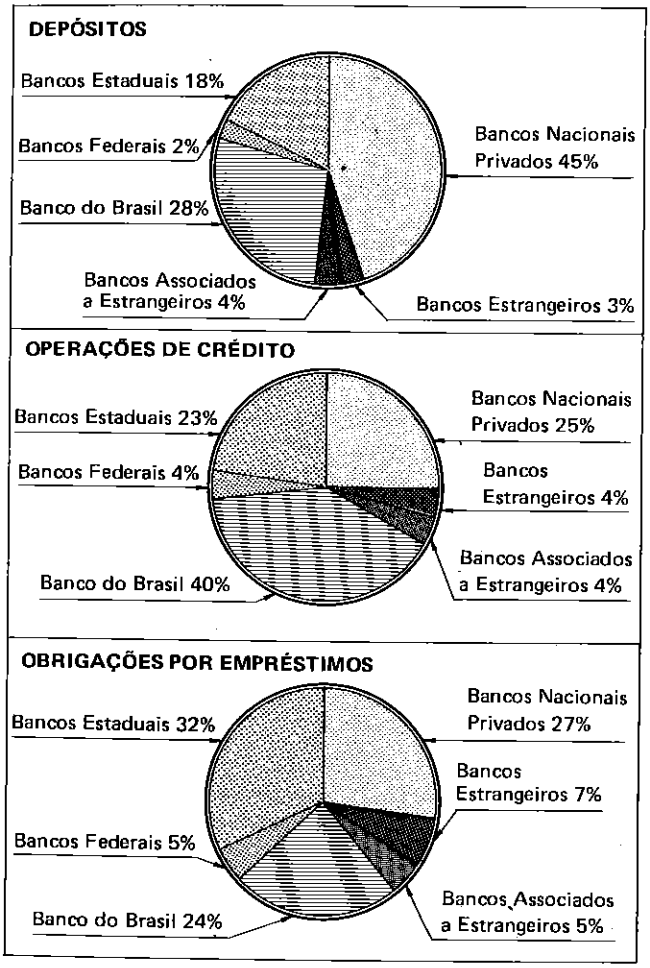
h) As pequenas e médias empresas serão prejudicadas, pois não apenas haverá competição com os ativos do sistema bancário, mas, ainda, grandes organizações, para manterem a liquidez de seus papéis comerciais contratarão linhas de crédito para satisfação de investidores que desejem resgate antecipado, ou garantia de resgate, o que irá determinar a alocação ou imobilização de grandes recursos.

O Conselho Monetário Nacional, prudentemente, só permitiu à Petrobrás a emissão de *commercial paper* para

colocação no exterior. Não se pode esquecer que as empresas públicas seriam também autorizadas — caso houvesse permissão — a emitir esse documento no mercado interno, provocando ainda maior estatização do crédito, em detrimento do dispositivo constitucional que confere, preferencialmente às empresas privadas, o exercício das atividades econômicas.

O Quadro 1 identifica de forma significativa a situação em 30 de setembro, que seria agravada, caso às entidades públicas fosse consentida a colocação desses papéis.

QUADRO 1 — Distribuição de Depósitos, Operações de Crédito e Obrigações por Empréstimos por Tipo de Banco em 30 de Setembro de 1980



A Comissão de Valores Mobiliários [7, p. 7] comenta: "a proteção ao investidor é realmente fundamental; poderá ser satisfatoriamente garantida de várias maneiras, bem como evitada a reedição dos abusos ocorridos no 'mercado paralelo', através de regulamentação adequada. Não podem ser confundidos, deve-se frisar, o instrumento e seu possível mau uso. Por outro lado, embora o setor bancário detenha maior experiência na avaliação de riscos em créditos a curto prazo, não se deve impedir que o investidor penetre nesse mercado; deve-se, sim, dotá-lo de condições adequadas, em termos de informações, para que possa bem avaliar seu investimento. De seu maior envolvimento com as empresas podem advir outros efeitos positivos".

Há ingenuidade na pretensão de evitar o mercado paralelo através de "regulamentação": os fatos de hoje provam, à saciedade, que aí prevalece a regra — a lei atrás da fraude e a fraude atrás da lei, sob formas as mais variadas de contornar as proibições.

Pretender que o investidor seja um *expert* em mercado a curto prazo é desconhecer o mercado brasileiro, especialmente quando se sabe que ou o mercado será concentrador (elitista) ou aberto e sujeito a negociar papéis sem o devido lastro.

A CVM [7] continua, na sua tese a favor do *commercial paper*: "dotar o mercado de curto prazo de melhores condições de competição e eficiência, por si só, em nada prejudica o desenvolvimento futuro de um mercado de longo prazo; ao contrário, tende a contribuir para viabilizá-lo, na medida em que os investidores acostumem-se a assumir os riscos ligados a esse tipo de crédito e a avaliar as empresas emissoras, preparando-se assim para adquirir ativo de prazos mais longos e, eventualmente, ações dessas empresas".

A teoria tem contra si gritante realidade: há dias o Presidente da Federação Brasileira de Associações de Bancos, Sr. Pedro Conde, diante da dificuldade do mercado em absorver Certificados de Depósitos Bancários, sugeriu o encurtamento de prazo, como solução para agilizar a colocação desses papéis.

Imagine-se se tivéssemos, nessa competição, os papéis comerciais de curto prazo.

O investidor em ações, por outro lado, não busca rendimento a curto prazo. O fato de as empresas altamente qualificadas, hoje, não colocarem ações em Bolsa decorre de deliberação interna, política ou comercial, e não de carência de investidores atraídos pelos seus títulos.

Procura a CVM mais um argumento: "O mercado de *commercial paper* sem dúvida só será vantajoso para empresas de grande porte e sólida credibilidade, o que não representa prejuízo para as demais empresas, podendo mesmo vir a beneficiá-las marginalmente. Isso poderá ocorrer porque, caso as grandes empresas venham a utilizar-se intensamente do *commercial paper*, as demais terão sua importância relativa aumentada face aos bancos, podendo vir a gozar de algumas das vantagens hoje privilégio das empresas maiores".

Ledo engano: sendo os papéis comerciais de prazo curto, as grandes empresas continuarão a utilizar-se do crédito a médio e longo prazo, especialmente o desconto de duplicatas. E no caso de bancos de investimento, todos sabem que só excepcionalmente médias empresas têm a eles acesso, pois a análise é mais rigorosa, em decorrência do risco ser maior.

A prova de que a CVM não estava segura de sua argumentação favorável ao *commercial paper* deflui de seu próprio raciocínio: "Embora, em princípio, não deva haver alterações no volume de depósitos à vista, poderá diminuir o volume de ativos e passivos bancários; haverá, por outro lado, compensações, como, por exemplo, com a abertura de 'linhas de crédito específicas', prestação de outros serviços às emissoras e aos intermediários de *commercial paper* e, eventualmente, intermediação desse título" [7, p. 9].

As contradições são flagrantes: anteriormente, a CVM alegara que a utilização do *commercial paper* pelas grandes empresas liberaria recursos para as demais e, agora, fala na abertura de linhas de crédito para as sociedades emissoras, ficando claro que a situação agravaria a posição das organizações menores. Embora, em tese, linhas de crédito não constituam aplicações efetivas, elas imobilizam recursos, que ficam à disposição dos clientes.

Estranhamente, a CVM [7, p. 9] parece desconhecer o mercado norte-americano, ao informar: "(...) deve-se observar que, no mercado norte-americano, em que pese a discussão corrente sobre se bancos comerciais podem ou não operar com *commercial paper*, um deles penetrou nesse mercado, no ano passado; os demais bancos não seguiram o exemplo, pois os resultados obtidos revelaram-se comparativamente baixos em relação às outras atividades do setor".

Causa-nos espécie que a CVM, depois de longos meses estudando o assunto, não saiba que o City Bank, o Banco de Boston e The Chase Manhattan Bank, entre outros, possuem departamentos especializados em *commercial paper*, inclusive instalações especiais para guarda e emissão, por computador, desses documentos, com enorme sucesso.

Seria, aliás, ilógico que os grandes bancos norte-americanos ficassem à margem dessa atividade.

Relativamente aos efeitos da introdução do *commercial paper* sobre as instituições financeiras não ligadas a bancos, conhecidas como "independentes", esclarece a CVM [7, p. 9]: "ao terem elas seus passivos e ativos diminuídos, não contando com outras fontes, a não ser depósitos a prazo, e não podendo lançar mão das compensações mencionadas, deverão ser as mais prejudicadas".

O momento revela a inoportunidade do lançamento, em nosso país, de papel comercial: as dificuldades de colocação de CDB pelas instituições independentes estariam ainda mais agravadas se no mercado existissem outros títulos de curto prazo.

Como seria realizada no Brasil a avaliação do potencial de crédito da empresa tomadora?

Sendo o *commercial paper* uma nota promissória não garantida, o tomador deve assegurar-se de que há mercado para o seu título e montar um sistema de distribuição e venda eficiente. É claro que o mercado deve acreditar na empresa e no seu potencial de negócio. A confiabilidade na empresa emissora é, assim, condição essencial para o sucesso na venda de seus papéis.

É praxe nos Estados Unidos a obtenção do que chamam de *credit rating*, espécie de nota que se atribui ao candidato a tomador e que deve refletir sua saúde econômico-financeira e seu potencial atual e futuro de negócios.

As organizações privadas Fitch, Standard & Poor e Moody's são os maiores avaliadores de *credit rating* nos Estados Unidos. Cobram uma taxa pelo serviço de análise das condições financeiras da empresa e fornecem a avaliação ao tomador e aos investidores.

A conceituada Standard & Poor's esclarece: "These credit ratings help investors by providing an easily recognizable, simple tool that couples a possibly unknown issuer with an informative and meaningfull symbol of credit quality".

E no Brasil, quem iria avaliar o risco para os investidores?

Embora preconize a introdução, em nosso país, do *commercial paper*, a CVM reconhece: "A existência de um sistema de avaliação de risco por entidades independentes (*rating*) poderia eliminar ou reduzir substancialmente a necessidade de tais requisitos". Essas entidades incumbir-se-iam da análise dos dados referentes às emissoras e atribuiriam um conceito relacionado ao risco da aplicação em seus papéis, levando em conta não só os fatores que serão considerados nos itens seguintes, como outros: perspectiva de negócios nos mercados em que atua, participação nesses mercados, qualidade da administração, Na falta de *rating*, todos esses fatores terão de ser analisados ou pelo investidor ou por profissionais do mercado, pouco especializados nessa atividade.

"O *rating*, embora longe de infalível, não deixa de ser um instrumento altamente valioso para a proteção dos investidores. Requer uma técnica sofisticada e só ao longo de um razoável período de tempo é possível obter a credibilidade pública".

E conclui: "Ao Governo cumpriria dotar o mercado de condições mínimas de segurança, já que não implica em juízos de valor sobre as emissoras, e não pode portanto ser considerado inibidor do surgimento de entidades privadas especializadas" [7, pp. 16-7].

Vale dizer: enquanto não tivéssemos empresas qualificadas para avaliação de risco — o que não se faz a curto

prazo — o mercado ficaria entregue à sua própria sorte, desprotegido o investidor, notando-se que tal situação poderia resultar, afinal, no desprestígio do papel, no caso de eventuais insucessos.

A incerteza da CVM quanto à validade prática de suas teses e o seu medo relativamente ao risco do investidor, levou-a a defender a "manutenção, pela companhia, de 'linhas de crédito específicas' (*back-up/stand-by credit lines*), visando a garantir a disponibilidade permanente de recursos para o resgate de títulos quando do seu vencimento. Para garantir ainda mais a liquidez da empresa, algum tipo de mecanismo de redesconto ao intermediário responsável pela colocação poderia ser cogitado (embora seja medida inusitada e de operacionalização excessivamente complexa), bem como poderia pensar-se na formação de um fundo especial para seguro de liquidez" [7, p. 19].

A linha de crédito viria absorver a faixa de crédito que a própria CVM julgara que ficaria à disposição das demais empresas; o redesconto é mecanismo impróprio para esse mercado; a formação de fundo especial iria onerar a operação, retirando a vantagem perseguida, ou seja, menor custo financeiro para a empresa.

A CVM, como maneira alternativa ou complementar de reservar-se o uso do *commercial paper* às grandes empresas, indica: "constitui-se na imposição de valor de face mínimo, periodicamente corrigível, ao título. Este método tem a vantagem adicional de afastar do mercado os investidores de menor porte aquisitivo, na presunção de que sejam menos sofisticados e, ainda, menos capazes de assumir perdas, o que se constitui em argumento ponderável. Um valor de face mínimo elevado, além disso, diminui o potencial de competição entre o *commercial paper* e outros ativos negociáveis, como por exemplo os certificados de depósito bancário, que não têm limitação de valor" [7, pp. 29-30].

É de estranhar-se a preocupação da CVM apenas com as perdas dos pequenos investidores, pois o mercado, como um todo, no caso de fraude, simulação ou erro grave seria prejudicado, desmoralizando-se o novo papel.

Por outro lado, improcede a assertiva no sentido de que a competição não se estabeleceria com os CDB e as Letras de Câmbio, *verbi gratia*, por não terem esses títulos limitação de valor, uma vez que exatamente os melhores clientes são grandes investidores. Além do mais, a vantagem do prazo, que oferece alternativa de reaplicação ou não, compensaria o valor maior de face, exigência que não afastaria a nata dos investidores, que comandam o mercado.

Lembra a CVM [7, p. 32] que: "se o *commercial paper* for considerado valor mobiliário, sua colocação, se pública, só poderá ser feita após prévio registro na CVM e através do sistema de distribuição, cabendo à CVM exigir ou não a participação de instituição financeira".

Não vemos possibilidade de deixar de considerar o papel comercial como valor mobiliário (trata-se, evidentemente, de título de crédito em dinheiro, com data certa de vencimento). Já a exigência de registro prévio — sistemática não seguida nos Estados Unidos — é indicativa, mais uma vez, da insegurança da tese da CVM, ao acolher a introdução desse título em nosso mercado.

Relativamente à exigência ou não de participação de instituição financeira, parece-nos que a matéria é de grande importância e alcance, não devendo ficar ao alvedrio da CVM, mas seria a lei criadora do documento que iria torná-la facultativa ou obrigatória. E deve ser opção do emissor e não da autoridade a inscrição prévia na CVM.

De forma ilógica, prevê a CVM a exclusão de intermediários ligados a conglomerados dos quais faça parte um banco comercial: "A idéia é a de que tal exclusão evitaria conflitos de interesse na intermediação do *commercial paper*, e poderia assim tornar o título mais competitivo, além de contribuir para o fortalecimento das instituições independentes" [7, p. 36].

Não se justifica a posição da CVM, que parece desconhecer o mercado: os conglomerados devem participar de todas as operações do mercado financeiro e de capitais, pois a história registra que são eles os grandes colocadores de papéis, agilitando não apenas por sua vasta rede de agências em todo o país, mas, também, pelo prestígio da placa que ostentam.

É errônea a idéia de que o *commercial paper* fortalecerá as instituições independentes, pois, no Brasil como no exterior, as empresas (corretoras, distribuidoras, agentes autônomos, bancos de investimento) ligadas aos bancos comerciais têm mais força no mercado e maior poder de captação do que as independentes.

Note-se a contradição da CVM, que, anteriormente, considerava que as instituições financeiras independentes "deverão ser as mais prejudicadas (...)" [7, p. 9].

O festival de contradições continua: "Em princípio, dada a natureza do *commercial paper*, não deve ser grande o envolvimento do intermediário. Contudo, caso se deseje explorar este tema, a questão básica a ser respondida é a de até que ponto é ele responsável pelas emissões que coloca. Quanto maior seu envolvimento (à parte seu óbvio envolvimento moral), isto é, quanto maior sua responsabilidade por eventuais prejuízos ao mercado, maiores os pré-requisitos (capitalização, capacitação técnica, etc.) a serem exigidos para concessão da autorização para exercício dessas atividades e, certamente, menor o interesse dos intermediários em operações com esse título" [7, p. 34].

Ora, não é exatamente o banco comercial a instituição financeira (ao lado de grandes bancos de investimento e de corretoras) que melhor preenche as exigências perseguidas — maior capital, melhor qualificação técnica, maior experiência, melhor conhecimento da clientela, maior rede de distribuição, etc.?

A CVM [7, p. 36] usa argumentos atípicos: "Caso se deseje evitar alegações quanto à formação de 'cartórios', deve-se permitir que todos os intermediários (bancos comerciais, bancos de investimento, corretoras, distribuidoras, financeiras) participem".

O receio é apenas quanto à crítica de a solução ser cartorial, quando a CVM deveria procurar resguardar os interesses do mercado, preservar as poupanças populares — pouco importando se o valor do investimento é pequeno, médio ou grande — e cuidar de conservar o mercado sadio.

Finalmente, a CVM registra: "Os riscos, no mercado de *commercial paper* serão mais altos do que aqueles incorridos em outras aplicações financeiras" e, exatamente também por esta razão é que não devem ser excluídos os grandes conglomerados financeiros, conforme já explicamos, amplamente, acima.

Em conclusão: Introduzir o *commercial paper* no mercado de capitais em nosso país significa violentar o bom senso, voltar as costas à realidade desconhecer a correta implantação desse título nos Estados Unidos. E convém realçar que, ao contrário do que diz a CVM em seu relatório, as entidades de classe do setor financeiro não foram ouvidas, razão por que ela cometeu tantas erronias, pois ficou divorciada da verdade prática, substituindo-a pela fantasia.

BIBLIOGRAFIA

1 ALEXANDER, James S. Commercial paper and its part in present day financing. Reprint of *Bankers' Monthly*, Sept. 1926.

2 AMERICAN ASSOCIATION OF PUBLIC ACCOUNTANTS. *Acceptability of commercial paper.* 1915. [Pamphlet]

3 BANKERS TRUST Co. *Registration of commercial paper by trust companies.* Apr. 1912. [Pamphlet]

4 BENCKS, A. Paul. Representative Weil, McKey, Pearson & Company, Boston, Massachusetts, (Commercial Paper Brokers) August 3, September 7, September 28, October 26, November 9, 1937.

5 BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Regulation A.* Revised to October 1, 1937. Washington.

6 BOEHMLER, Erwin W. Commercial paper. *Chicago Journal of Commerce*, Mar. 1922. [Series of five articles]

7 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Commercial paper.* Rio de Janeiro, CVM, 1979. [Estudo preliminar]

8 BURNETT, Charles R. *Commercial paper.* Address before Richmond Chapter, American Institute of Banking. [Date unknown]

9 CANNON, James G. *Buying commercial paper.* Address before Illinois State Bankers' Association, Oct. 13, 1908.

10 CASE, J. Herbert. *The desirability of commercial paper as a bank investment.* Address before New Jersey Bankers Association, May 3, 1912.

11 CHILDS, Cleveland V. *Commercial paper and the broker's function.* Address before Reserve City Bankers' Association, Atlanta, Georgia, Apr. 28, 1926.

12 CLARE-AVERY, E. B. *Commercial paper.* Address before Missouri Bankers' Association, Nov., 1914.

13 COMMERCIAL paper, bank deposits and collection, letters of credit. *Business Lawyer*, Chicago, Ill., American Bar Association. Section of Corporation, Banking and Business Law, pp. 1893-915, Apr. 1978.

14 COMMERCIAL paper (describes advantages of this form of quick-cash) *Savings and Loan News*, pp. 60-4, Mar. 1979.

15 COMMISSIONER OF BANKS FOR THE COMMON WEALTH OF MASSACHUSETTS. *Annual Report 1920-1936.*

16 CRANDALL, Noble. *Commercial paper as an investment for country banks.* Address before Nebraska Bankers' Association, Oct. 1903.

17 EATON, John N., Vice President Merchants National Bank, Boston, Massachusetts, December 9, 1937.

18 ———. *Commercial paper its history and development.* Address before Providence Chapter, American Institute of Banking, Jan. 27, 1916.

19 ———. *Rate competition.* Address before Robert Morris Associates Bulletin, Philadelphia, Pennsylvania, Apr. 17, 1936.

20 ELLIS, Robert R. *Why I use a commercial paper broker.* [Date unknown, pamphlet]

21 FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION. *Annual Report for the year ended December 31, 1936.*

22 THE FOREIGN impact on corporate IOUs. *Business Week*, New York, McGraw-Hill, Inc., n. 2558, p. 170, Oct. 1978.

23 FOULKE, Roy A. Commercial paper. The healthy bank investment for trying times. *Dun & Bradstreet Review*, pp. 6-7, July 1933.

24 ———. *The commercial paper market.* New York, Bankers Publ. Co., 1931.

25 ———. Losses on commercial paper, and on bonds and securities. *The Bank Director*, pp. 9-10, Feb. 1927.

26 ———. No losses on open market commercial paper in 1933. *Dun & Bradstreet Review*, pp. 8-9, Apr. 1934.

27 GOLDMAN, William. Why I use a commercial paper broker. Reprint of *Credit Craft*, July 1926.

28 HUBBARD, Walter John. *The proper amount and use of lines of credit by borrowers through note brokers.* Cambridge, Mass., Harvard Univ. Graduate School of Business Administration, 1914. [Thesis]

29 HUCKINS, Albert K. Commercial paper from the standpoint of the Broker. *Robert Morris Associates Bulletin*, pp. 9-12, June 1922.

30 THE IRREPRESSIBLE growth of commercial paper. *Institutional Investor*, New York, Institutional Investor Systems, Inc., Mar. 1978.

31 McCLUNEY & Co. *Commercial paper a quick asset.* 1908. [Pamphlet]

32 MANDEVILLE, C.H.W. Commercial paper from the standpoint of the bank. *Robert Morris Associates Bulletin*, pp. 13-22, June 1922.

33 MAY, Ralph. *Commercial paper.* Wellesley, Mass., Babson Institute, 1920.

34 NAUMBURG, E. *A danger in two name paper.* Letter to the Editor of the New York Times, Mar. 14, 1914.

35 NAUMBURG, E. & Co. *Basis of sound banking.* Oct. 1907. [Pamphlet]

36 NAUMBURG, Walter W. Commercial paper. Reprint of *Credit Craft*, July 1926.

37 NAUMBURG, Walter W. & NAUMBURG, E. & Co. Commercial paper. *New York Times*, Jan. 7, 1912. Special Financial Supplement.

38 PAGE, Edward D. Commercial paper as an investment. Reprint of *The Bankers' Magazine*, Aug. 1911.

39 PEARSON, Charles C. Partner Weil, McKey, Pearson & Company, Boston, Massachusetts, September 13, December 9, 1937.

40 PECK, William H. *Panics and reserves.* Address before Scranton Chapter, American Institute of Banking, May 12, 1910.

41 ———. *The value of commercial paper as quick assets.* Address before Pennsylvania Bankers' Association, Wilkes-Barre, Pennsylvania, July 21, 1897.

42 PRIME rate pressured as firms depend more on commercial paper. *Wall Street Journal*, May 8, 1980.

43 PRIVATE firms try commercial paper. *Business Week*, New York, McGraw-Hill, Inc., n. 2558, p. 164, Oct. 1978.

44 READ, L. M., R. G. DUN & Co. and NATIONAL CREDIT OFFICE. *The story of commercial paper.* 1931. [Pamphlet]

45 THE RECORD AND GUIDE. *Commercial paper.* Nov. 7, 1916. [Editorial]

46 ROBINS, Joseph L. Representative Goldman Sachs & Company, Boston, Massachusetts, (Commercial Paper Brokers) August 3, November 16, 1937.

47 S & L commercial paper: a new and stable source of financing. *Money Manager*, New York, Apr. 16, 1979.

48 TUFTS, John F. *Commercial Paper.* New Brunswich, June 1938.

49 WEIL, Mckey, Pearson & COMPANY. *Commercial paper from the standpoint of the borrowers.* Boston, Apr. 1934. [Pamphlet]

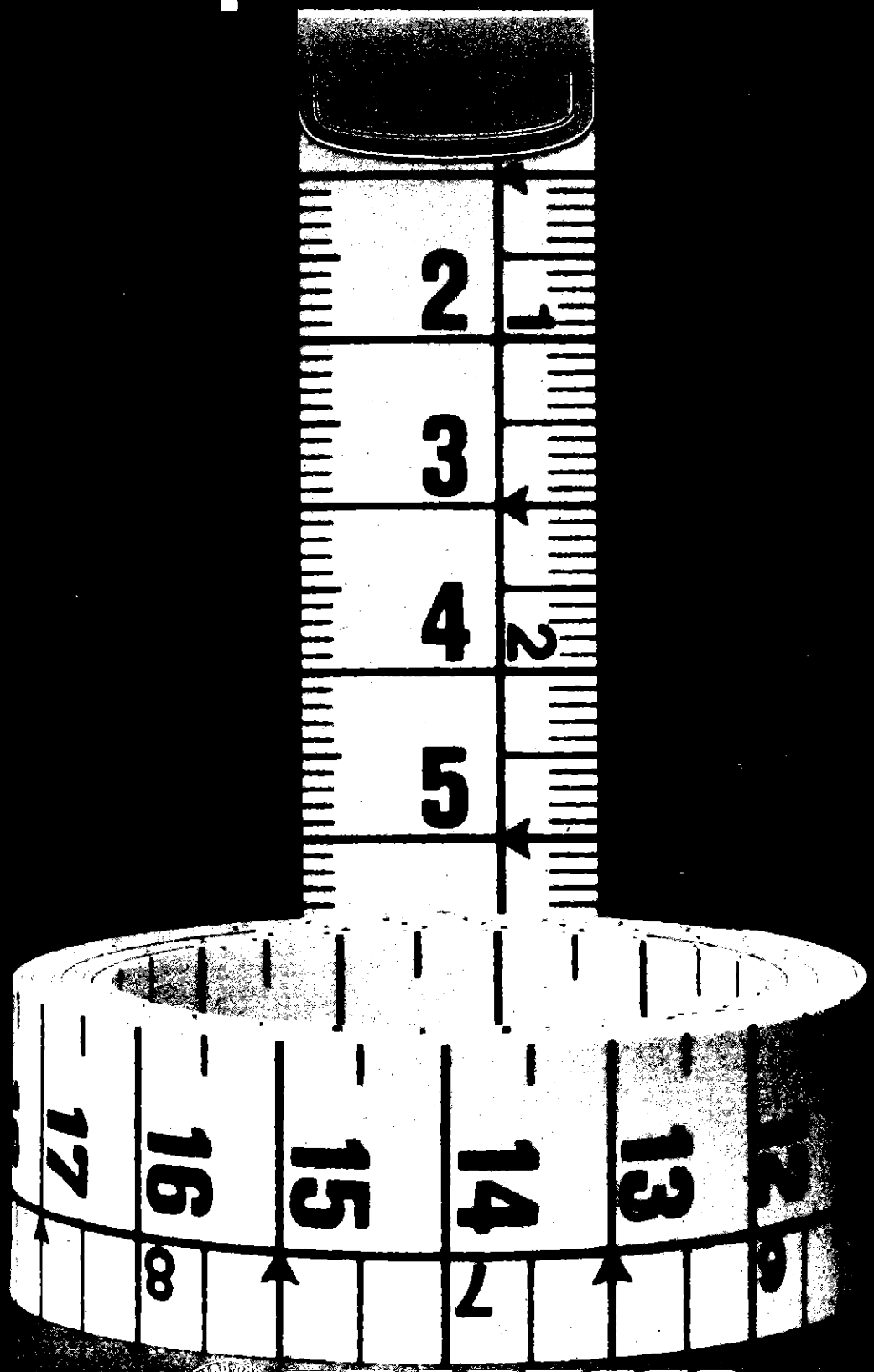
50 ———. *The future of commercial paper.* Jan. 1934. [Pamphlet]

51 ———. *The proof of the pudding is in the eating.* Sept. 1932. [Pamphlet]

52 ———. *The service of commercial paper.* Mar. 1930. [Pamphlet]

53 WHY a rush into commercial paper? *Business Week*, New York, McGraw-Hill, Inc., n. 2541, p. 83, July 1978.

Letra de Câmbio Bradesco.
Dinheiro que cresce sob medida.



BRADESCO

garantia de bons serviços

*Uma Nota sobre o Mercado de Opções**

*Luiz Carlos da Rocha Paes***

INTRODUÇÃO

O mercado de opções, já amplamente conhecido em mercados de capitais desenvolvidos, tem recentemente atraído a atenção do mercado brasileiro. Isto se traduziu na implantação, ainda incipiente, desse tipo de mecanismo financeiro pela Bolsa de Valores de São Paulo.

Atualmente só há possibilidade de se operar com opções de compra, sejam cobertas ou descobertas. Contudo, incluiremos neste estudo as opções de venda, prevendo uma futura introdução deste tipo de operação, tornando assim o estudo mais geral.

Focalizaremos, essencialmente, a utilização da opção pelo investidor, bem como a função de operações com opções no mercado de capitais.

Não analisaremos, no entanto, o problema da avaliação da opção, que merece um estudo mais detalhado.

CARACTERIZAÇÃO

A opção de compra é um contrato envolvendo um **lançador** e um **comprador**, através do qual este último passa a ter o direito de comprar ações do lançador a um preço preestabelecido (preço de exercício) até uma data de vencimento, na qual esse direito expira. De forma semelhante, uma opção de venda dá a seu comprador o direito de optar pela **venda** das ações a que se refere. Em qualquer caso, o direito do comprador da opção vem a ser ativo financeiro negociável. O detentor da opção, por conseguinte, pode ser tanto o primeiro comprador quanto outro a quem o direito de opção foi transferido mediante revenda.

Até a data de vencimento, o lançador continua obrigado a cumprir sua parte do contrato sempre que o detentor da opção quiser exercer seu direito; poderá, entretanto, extinguir essa obrigação pela compra de uma opção equivalente à que lançou. O mesmo se aplica a opções de venda. A Caixa de Liquidação[1] se encarrega das compensações.

---

* Para a elaboração desta, contei com a colaboração, no *editing*, de Maria Clara Isoldi. Assumo, naturalmente, toda a responsabilidade por eventuais erros.

** O autor é Ph.D. em Teoria Financeira pela Universidade de Stanford, Professor do Departamento de Administração da PUC/RJ e atualmente é Assessor Sênior da CVM.

1 A Caixa de Liquidação é um organismo controlado pela bolsa de valores, que concentra a parte operacional do mercado de opções, respondendo junto aos investidores institucionais pela segurança na concretização dos negócios.

PARÂMETROS RELEVANTES

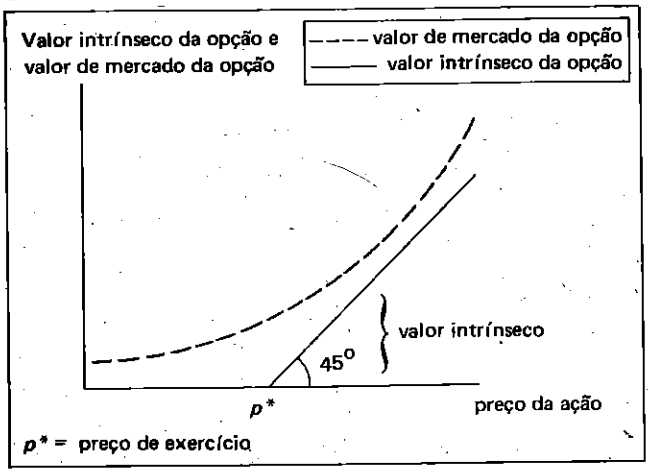
Além da **data de vencimento**, do **preço de exercício** e do **preço da opção** (prêmio), um parâmetro muito relevante é o **valor intrínseco** da opção. Pode-se introduzir todos os conceitos através do exemplo a seguir.

Suponhamos o caso de uma opção de compra: o investidor A (lançador) vende uma opção ao investidor B (comprador), operação esta realizada através da Caixa de Liquidação; a opção dá o direito ao investidor B de comprar ações da companhia X, numa quantidade padronizada (pela bolsa de valores), numa data prefixada (pela bolsa de valores) e a um preço prefixado (também pela bolsa de valores). O único elemento cujo preço é determinado diretamente pelas forças de mercado (oferta e demanda) é o preço da opção em si.

Se o investidor A é coberto, ou seja, possui as ações da companhia X objeto da opção, a operação limita seu lucro com possíveis aumentos do preço da ação, porque a opção será exercida pelo preço preestabelecido sempre que, na data desse exercício, o preço de mercado da ação estiver acima do preço de exercício contratado. A contrapartida da limitação de ganhos não é, contudo, a limitação das perdas em caso de queda de preços, mas o prêmio recebido com o lançamento da opção de compra.

O que foi discutido anteriormente pode ser representado pelo Gráfico 1.

GRÁFICO 1



No Gráfico 1, o fato de a linha que representa o valor intrínseco apresentar uma inclinação de 45° em relação ao eixo do preço da ação apenas demonstra que o valor intrínseco é igual à parcela do preço da ação que excede o preço de exercício (p^*), quando o preço da ação superar o de exercício.

Note-se que enquanto o preço da ação estiver abaixo do preço de exercício o valor intrínseco da opção é nulo, pois não se vai exercer a opção no sentido de comprar a ação, que pode ser comprada no mercado a um preço inferior ao de exercício. Caso o preço da ação ultrapasse o de exercício, o valor intrínseco passa a ser o ganho com o exercício da opção pela compra ao preço de exercício e possível venda a preço de mercado, maior que o de exercício; esses valores (preços e valor intrínseco) são indicados no Gráfico 1 em função do preço da ação.

Note-se ainda que a linha do valor de mercado está acima da de intrínseco. Antes do vencimento, o valor de mercado é sempre superior ao valor intrínseco, pois não se é obrigado a exercer o direito imediatamente, o que fornece uma flexibilidade extra, valorizada pelo mercado através do prêmio da opção. Por essa razão, a opção, se exercida, só o será no seu vencimento.

GARANTIAS

No caso em que o lançador da opção de compra esteja descoberto (ou seja, não possua e, conseqüentemente, não deposite em custódia as ações que foram objeto da opção), deverá comprar as ações a preço de mercado se a opção for exercida. Nota-se então a volatilidade da posição do lançador descoberto, que poderá ter perdas substanciais, dependendo do total de ações sobre as quais as opções foram vendidas. Para garantir o cumprimento do contrato, o sistema requer do lançador um depósito (margem). Está-se propondo que esta margem seja uma percentagem do valor do prêmio (200%, por exemplo), sendo que na ausência de negociação usam-se valores passados do prêmio para arbitrar esta margem. Dessa forma, a garantia seria sempre ajustada às variações do mercado, com segurança suficiente para compensar possíveis demoras na chamada e cobertura da margem.

Ao contrário do caso do mercado futuro, o comprador da opção não precisa dar garantias, pois se não tiver fundos ele não a exercerá, tendo o direito de optar. Deverá contudo estar protegido contra alguma alteração da ação objeto da opção pelo pagamento de dividendos, diluição por bonificação, etc. Ajustes, condicionais a esses eventos, no preço de exercício, podem proteger a opção.

Obviamente, com a variação do preço da ação (no mercado à vista), o valor intrínseco da opção se modifica, podendo eventualmente ocasionar a necessidade de aumento de margem (ao ultrapassar os 20% do preço de exercício, como convencionado). Na incapacidade de satisfazer a "chamada de margem", a posição do lançador deverá ser liquidada mediante compra de opção equivalente, o que não acarreta problemas, dada a existência de investidores dispostos a assumir sua posição ao preço de mercado. Porém, operacionalmente, como a necessidade de margem adicional não pode ser coberta de imediato, prevê-se um prazo para que isto ocorra. Em caso de aumento rápido do preço da

ação, isto acarretará o risco de o vendedor da opção não poder cumprir a obrigação em face das perdas muito grandes — o que é possível evitar-se prevendo um valor de margem além do valor intrínseco da opção.

OPERACIONALIDADE

Todas as operações com opções são feitas na Bolsa de Valores com a interveniência da Caixa de Liquidação, que se responsabiliza perante o comprador da opção caso o mesmo exerça o direito de compra (ou de venda, no caso de opções de venda).

Para tornar mais fácil a operação, considerando-se que as opções têm vida curta e concentram-se numa única bolsa, pode-se manter um controle escritural, em vez de haver criação física de títulos de opções. Além disso, os preços de exercício, assim como as datas limite (de vencimento), são padronizados pela própria bolsa, o que permite o funcionamento de um mercado secundário, embora restrinja as possibilidades para os investidores. Os preços de exercício padronizados tentam refletir faixas de variação do preço de mercado da ação. Em geral, são alterados por valores discretos ao mudar o valor de mercado da ação. Porém, não é essencial que se mantenham próximos deste, pois as discrepâncias serão ajustadas na formação do preço da opção.

UTILIZAÇÃO DA OPÇÃO

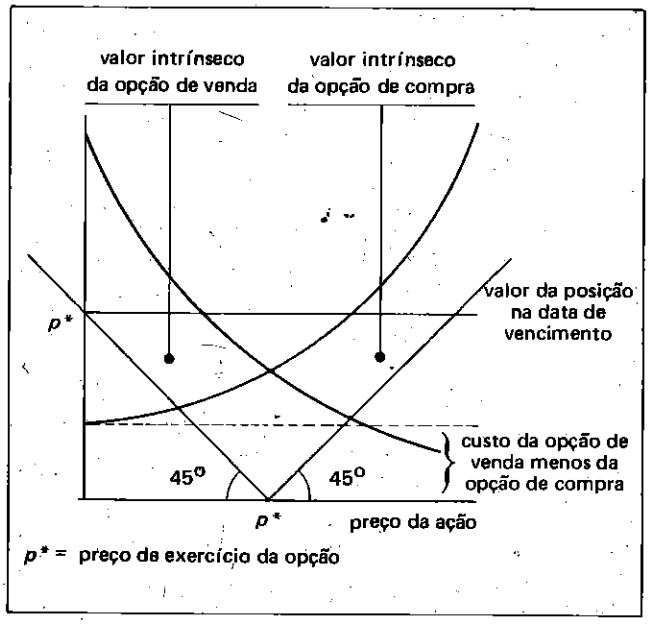
Há 2 tipos de investidores no mercado de opções: *hedgers* e especuladores. Estes últimos são indivíduos que absorvem riscos exigindo por isso um pagamento na forma de um retorno esperado maior em seus investimentos.

O *hedger* é o investidor que tenta reduzir seu risco e para isto está disposto a aceitar retorno esperado menor em seu investimento. Normalmente um investidor poderia reduzir seus riscos pela aplicação de parte de seus investimentos em títulos de renda fixa, de curto prazo. Porém, diversas razões poderão levá-lo a procurar outros tipos de investimentos sem risco, o que vem a ser, inclusive, benéfico para o mercado de valores mobiliários se este lhe fornecer mecanismos que permitam o *hedging*. As opções estão, ou podem vir a estar, como o mercado futuro, entre esses mecanismos.

Há uma variedade muito grande de *hedgings* parciais (redução de risco) ou totais (eliminação do risco) que podem ser feitos através de combinações de opções de venda e de compra. Em primeiro lugar, é possível reproduzir as condições oferecidas pelo mercado futuro (para se fazer um *hedge* total) se o lançador coberto se preocupa somente com o valor de seus investimentos na data limite de exercício da opção. Isto é feito através da combinação do lançamento de uma opção de compra e a compra de uma opção de venda, ambas com o mesmo vencimento e preço de exercício. Assim, se o preço à vista da ação subir, o comprador da opção a exercerá ao preço de exercício; se cair, o investidor que está garantido pelo *hedge* exercerá o direito que lhe dá opção de venda para vender a ação ao preço de exercício. Em qualquer das duas circunstâncias, o preço que obterá pela ação, na data limite, será o preço de exercício. Como já vimos, a opção, se exercida, somente o será na data limite, pois antes do vencimento seu valor de mercado é sempre maior que seu valor intrínseco (ganho com o exercício).

O Gráfico 2 representa os valores intrínsecos das duas opções e o valor da posição do investidor coberto e *hedged* na data de exercício. Os valores de mercado das opções são representados pelas linhas curvas acima das linhas de valores intrínsecos.

GRÁFICO 2



Note-se que a soma das duas posições tem valor de mercado aproximadamente constante, que na data de vencimento é igual ao preço de exercício.

Caindo o preço da ação, o valor da opção de venda sobe, porém o valor da carteira de ações (que o *hedger* possui) cai, compensando o ganho. Por outro lado, subindo o preço da ação, o aumento do valor da carteira é compensado pela diminuição do preço das opções de venda.

Claro está que, ao obter o *hedge* total, o retorno em seu investimento deverá ser inferior ao retorno esperado do investimento com risco. Na realidade, esse retorno seria equivalente ao de um investimento de renda fixa de mesmo prazo se os mercados estivessem em equilíbrio. O especulador, tomando a posição oposta e permitindo com isso o *hedge*, deverá ter, em termos esperados, uma taxa de retorno maior do que a do *hedger*.

O HEDGE *PARCIAL*

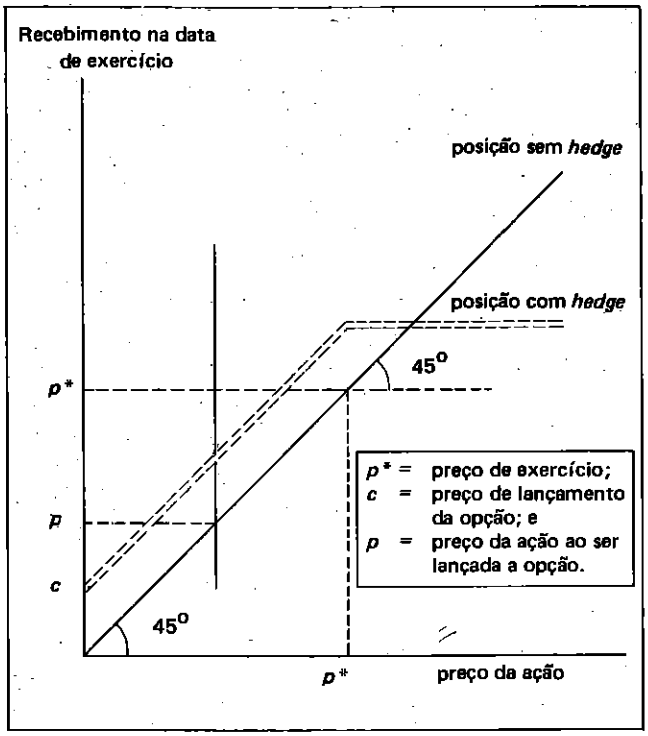
Os investidores se interessam normalmente em achar um nível de risco adequado para suas carteiras de investimentos, e não necessariamente em eliminar o risco de forma total. Surge então o *hedge* parcial.

Apresentamos a seguir alguns tipos de *hedges* parciais disponíveis.

LANÇAMENTO DE OPÇÃO DE COMPRA COBERTA

Este caso pode ser representado pelo Gráfico 3.

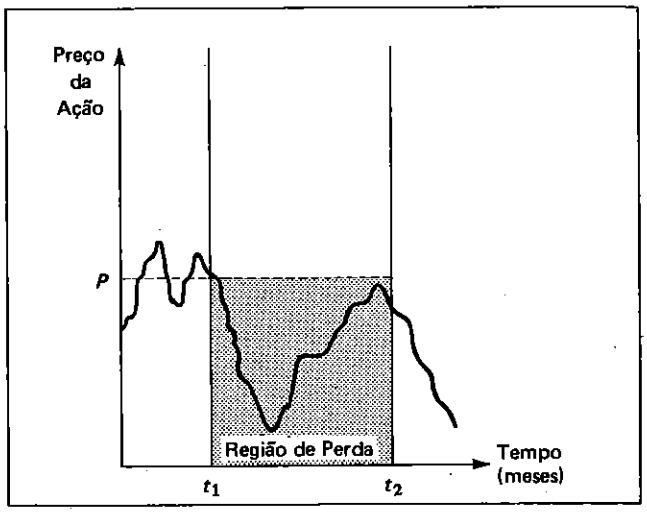
GRÁFICO 3



A linha cheia mostra o recebimento superior ao preço de exercício que o investidor teria se não tivesse vendido a opção. A linha pontilhada mostra que, recebendo um certo preço pelo lançamento da opção hoje, o investidor deixa de receber todo eventual aumento acima do preço de exercício. Portanto, em troca do preço que obtém ao vender a opção de compra coberta, ele deixa de participar integralmente no potencial de subida de preço da ação — isto é um *hedge* parcial.

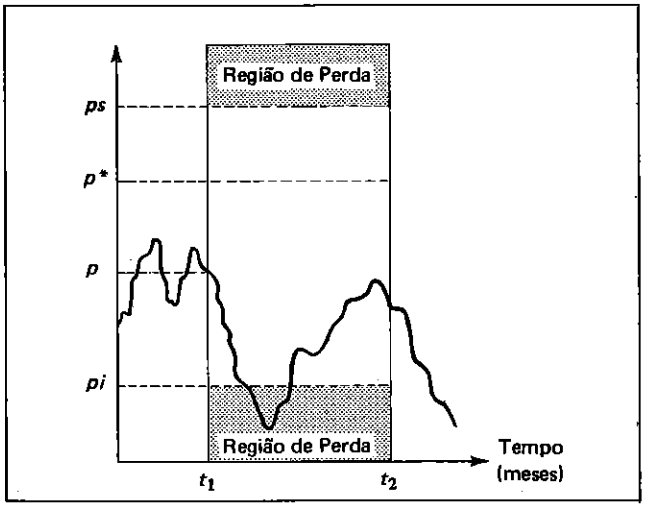
As Figuras 1 e 2 comparam os resultados de 2 investidores na mesma ação, no mesmo período — um sem *hedge* e outro com *hedge*, com o lançamento da opção de compra da ação. As áreas hachuradas mostram as regiões de perda nos 2 casos. Com o *hedge*, as faixas de variação de preço da ação que acarretam perdas estão mais afastadas da faixa de variação provável.

FIGURA 1 — Posição do Investidor sem *Hedge*



t_1 = data de compra; e
t_2 = data de venda.

FIGURA 2 — Posição do Investidor com *Hedge*



p^*	=	preço de exercício;
p	=	preço da ação ao se lançar a opção de compra;
pi	=	preço de *break even* inferior;
ps	=	preço de *break even* superior;
$p - pi = ps - p^*$	=	prêmio da opção;
t_1	=	data da compra; e
t_2	=	data da venda.

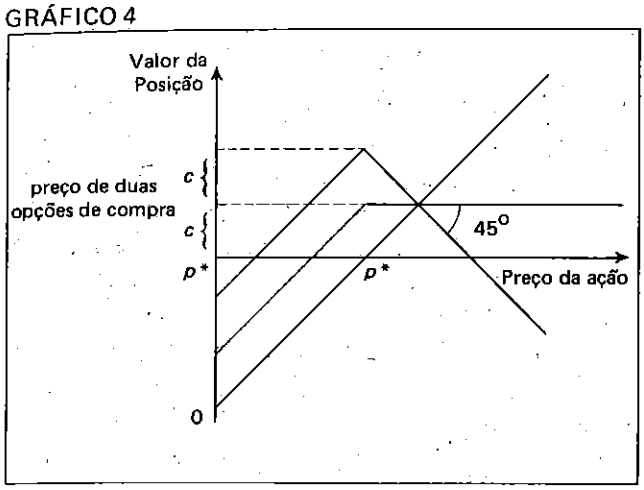
LANÇAMENTO DE OPÇÃO DESCOBERTA

Se fosse possível usar margem zero (lançamento totalmente descoberto), comparando com o *hedge* coberto (1 para 1), visto anteriormente, haveria agora uma entrada líquida de caixa, que seria ganha integralmente caso o preço da ação se mantivesse abaixo do preço de exercício; se o preço da ação ultrapassasse o preço de exercício, haveria uma perda com a subida da ação que, em relação ao valor da posição (que, neste caso, vem a ser o preço da opção de compra), seria maior do que no primeiro caso (1 para 1), onde o valor da posição constituía o preço da opção, mais o valor da ação.

LANÇAMENTO DE DUAS OPÇÕES DE COMPRA PARA CADA AÇÃO POSSUÍDA – HEDGE *(DOIS PARA UM)*

O Gráfico 4 representa este caso.

GRÁFICO 4



Neste caso, as opções de compra vendidas estão cobertas; caso o preço da ação ultrapasse o preço de exercício, as opções serão exercidas, e o lançador terá que comprar no mercado 50% das ações necessárias para entrega, a um preço superior ao que vai receber de quem exerce as opções.

Observe-se que este caso é uma combinação do primeiro com o segundo.

Quem faz um *hedge* parcialmente coberto, na realidade não espera que o preço da ação se afaste muito de uma faixa central, que lhe proporcionaria lucros. O investidor que toma a posição oposta paga para ter a chance de auferir lucros alavancados em caso de maiores oscilações.

O HEDGE *CONTÍNUO*

Uma vez feito o *hedge* parcial, as mudanças no preço da ação, contrárias às expectativas do *hedger*, modificarão sua exposição planejada ao risco. Isto o forçará a uma mudança de posição, para restabelecer o nível de risco desejado.

Além disso, os investidores não estão apenas interessados em sua exposição ao risco nas datas de vencimento dos mecanismos de *hedge*, sejam eles títulos de renda fixa, operações a futuro, opções, ou outros. Por motivos que variam de investidor para investidor, eles estão interessados no valor de suas carteiras a qualquer tempo, sendo avessos, em maior ou menor grau, ao risco inerente ao investimento. Querem estar aptos a "desinvestir" em prazos relativamente curtos, sem terem que absorver perdas substanciais. O *hedge* não pode, portanto, se referir apenas a determinadas datas, porém a qualquer instante em que os investidores detenham a carteira, o que exige um gerenciamento contínuo das posições assumidas. No mercado de opções (assim como no mercado futuro), as posições podem ser liquidadas ou reduzidas a qualquer momento mediante a compra da posição oposta. Ao fazer isto, o investidor estará **realizando** perdas ou ganhos **já incorridos** e ao mesmo tempo reajustando sua carteira ao nível de risco desejado; quanto mais imperfeito o mercado, maior a oportunidade de ter ganhos de arbitragem e especulação devido a distorções na formação dos preços.

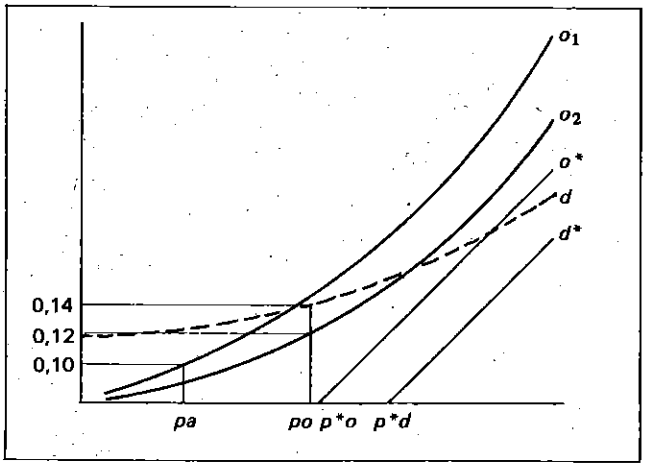
Suponhamos, por exemplo, uma ação X cotada, em agosto, a Cr$ 4,00 – o possuidor dessa ação poderá lançar uma opção, a expirar em outubro, ao preço de exercício de Cr$ 4,50. Suponhamos ainda que o preço da opção foi Cr$ 0,10.

Se em outubro ele recompra a opção a Cr$ 0,12, e ao mesmo tempo lança outra para dezembro a Cr$ 0,14, ele manterá seu *hedge* e ainda capitalizará por ação ao ajustar sua posição.

Se o mercado fosse imperfeito, e o investidor pudesse prever de algum modo o aumento substancial de preço da ação (e portanto da opção), entre agosto e outubro, em vez de lançar a opção, ele poderia ter comprado uma opção de compra. Caso esperasse uma queda anormal, ele poderia ou lançar uma opção de compra ou comprar uma opção de venda. Nestes casos o *hedge* deveria ser procurado através de outros instrumentos.

O Gráfico 5 ilustra esta situação.

GRÁFICO 5



pa = preço à vista em agosto (da ação *X*);
po = preço à vista em outubro;
*p*o* = preço de exercício para vencimento em outubro;
*p*d* = preço de exercício para vencimento em dezembro;
o_1 = curva de preço da opção, em agosto, para vencimento em outubro;
o_2 = curva de preço da opção, em outubro, para vencimento em outubro;
d = curva de preço da opção, em outubro, para vencimento em dezembro;
*o** = valor intrínseco da opção com vencimento em outubro; e
*d** = valor intrínseco da opção com vencimento em dezembro.

RISCO DA BASE

No mercado futuro a Base é definida como a diferença entre o preço à vista e o preço a futuro. Desta forma, um investidor que se protege contra a oscilação dos preços pela venda a futuro coberta poderá, mesmo assim, incorrer no risco de que ao longo do tempo o preço à vista possa cair mais que o preço a futuro, acarretando uma perda que será "realizada" se ele necessitar "desinvestir". Se o preço à vista subisse mais que o preço a futuro, ele obteria um ganho. Este fato permite especular na Base, ou seja, tentar prever se a diferença entre preço à vista e a futuro vai aumentar ou diminuir. No mercado de opções pode ser feito algo semelhante, com a difereça de que agora não se trata apenas de especulação (ganhos com o decorrer do tempo), porém, quase de arbitragem pura e simples (ganhos imediatos por desequilíbrio de preços). A realização desses ganhos só será, contudo, possível quando as forças de mercado reconhecerem a discrepância e modificarem os preços relativos das opções. Isto deverá ocorrer, dado que combinações de instrumentos subavaliados reproduzirão os instrumentos superavaliados, a um custo inferior.

Vejamos um exemplo: Petro PP à Vista (Set.) — Cr$ 4,00.

	Vencimento	Preço (em Cr$)	Preço Futuro (em Cr$)	Margem Mínima (em %)
a) Mercado Futuro Petro PP	Dez.	—	4,85	33
b) Opções de Compra Petro PP	Dez.	0,20	4,80	20
c) Opções de Venda Petro PP	Dez.	0,20	4,80	20

Pergunta-se: está o mercado em equilíbrio?

Suponhamos que alguém compre uma opção de venda (não tem margem), por Cr$ 0,20, e lance uma opção de compra (coberta), recebendo Cr$ 0,20. Como vimos anteriormente, essa pessoa tem o preço a futuro de Cr$ 4,80 fixado pela operação, pois esta será vendida a Cr$ 4,80 tanto se o preço for superior quanto inferior a esse valor.

Como no mercado futuro o preço para o mesmo vencimento é Cr$ 4,85, é evidente que o investidor preferirá fazer a operação nesse mercado, em lugar da combinação de operações com opções, que lhe dará um preço de Cr$ 4,80.

Por outro lado, verificamos que a margem mínima de 33% requerida no mercado futuro é maior que a requerida no mercado de opções, 20%. Isto permite que se realize a operação envolvendo o mesmo número de ações no mercado de opções com um capital menor que no mercado futuro, ou seja, com maior alavancagem. Senão vejamos:

Mercado de Opções	
— Lançamento de uma opção de compra, com vencimento em dezembro, a Cr$ 4,80, margem de	Cr$ 0,96
— Compra de uma opção de venda, com vencimento em dezembro, a Cr$ 4,80, margem de	Cr$ 0,00
Investimento total	Cr$ 0,96
Mercado Futuro	
— Venda de uma ação, para liquidação em dezembro, a Cr$ 4,85, margem de	Cr$ 1,60
Investimento total	Cr$ 1,60

Para se obter uma alavancagem equivalente à do mercado futuro deve-se trabalhar com a margem maior que a mínima requerida no caso das opções (dado que não se pode reduzir a margem no futuro). Ao se obter a mesma alavancagem, ainda resta o problema da diferença de preços futuros (Cr$ 4,80 *versus* Cr$ 4,85), o que complica a comparação, porém chama a atenção para o fato de que todos esses preços têm ainda que estar em equilíbrio com a taxa de juros de mercado. Considerando-se esse fato, pode-se deduzir Cr$ 0,05 do preço a futuro da ação (no mercado) e considerar-se este valor, descontado à taxa de juros de mercado, como um valor a ser deduzido do investimento na margem do mercado futuro.

No exemplo dado, os preços poderiam estar em equilíbrio se uma demanda pelo nível de alavancagem (risco), proporcionado pelo mercado de opções, não tivesse outros instrumentos competindo, o que não é provável.

EQUILÍBRIO NO MERCADO

Supondo que o mercado de opções e o mercado futuro estejam em equilíbrio, e tendo em vista a coexistência de operações cobertas e descobertas de venda a futuro, tem-se a coexistência de diferentes taxas de rentabilidade esperada envolvendo o mesmo título. Nada mais natural, já que as operações alavancadas apresentam risco diferente das cobertas, requerendo taxas de retorno maiores — isto pode acontecer em um mercado perfeitamente eficiente, refletindo a redistribuição de risco entre investidores com diferentes graus de aversão ao risco, que é propiciada pela existência dos diversos tipos de operações para liquidação futura (mercado futuro, opções, etc.).

A taxa de juros é um elemento determinante da **base**, pois o preço a futuro deverá estar ligado ao preço à vista através da taxa de juros. Se todas as operações no mercado futuro fossem cobertas, os preços de equilíbrio, sem dú-

vida, deveriam estar ligados ao preço à vista pela taxa de juros sem risco. No caso normal (mercado eficiente), as operações cobertas renderão a taxa de juros sem risco, e, com o mesmo preço a futuro, a alavancagem proporcionará rendimentos extras para as operações descobertas. Contudo, a existência de ineficiências pode fazer com que os preços a futuro, de operações alavancadas (descobertas) ou não, não estejam em equilíbrio com os preços à vista. Note-se que em qualquer circunstância o preço a futuro não será igual ao preço esperado da ação na data de vencimento, devendo entretanto haver uma correlação entre esses preços. A existência de imperfeições de mercado, tais como diferenças nas margens mínimas exigidas para as operações com opções e as operações a futuro, poderá provocar um desequilíbrio permanente entre os 2 mercados, deslocando as operações para aquele que oferecer maiores vantagens em relação à margem.

Nos mercados pouco eficientes a coexistência de taxas de rentabilidade diferentes reflete não apenas a existência de investidores operando com diversos níveis de risco, mas também a de investidores com graus de informação diferentes, e, por essa razão, diferentes expectativas.

Este fato segmenta a demanda e a oferta dos vários investimentos disponíveis, permitindo inclusive que 2 especuladores com níveis idênticos de aversão ao risco tomem posições opostas. Ambos acreditarão estar obtendo um "prêmio" no retorno esperado, pelo risco assumido.

No mercado futuro da BVRJ, em algumas ocasiões verificou-se o **mercado invertido, em termos reais**, ou seja, uma relação entre os preços à vista e a futuro inferior à taxa de inflação esperada. Isso faz supor que não haveria compradores a futuro em volume suficiente para compensar os vendedores a futuro descobertos, que acreditavam numa queda do mercado, ao mesmo tempo em que investidores no mercado à vista mantinham alta a demanda de títulos. Se a taxa de juros real de mercado for positiva, este cenário só será possível com uma segmentação dos mercados, ou seja, com o fato de alguns investidores no mercado à vista não poderem ou não quererem comprar a futuro. Tal situação pode ser causada se disposições legais ou uma aversão muito grande ao risco por parte dos grandes investidores (institucionais) os impedirem de comprar a futuro, equilibrando o mercado.

Para completar o exame das diversas situações possíveis, há um outro caso a considerar: se a taxa de juros real de mercado for negativa (um fato difícil de acontecer na nossa economia, apesar das altas taxas inflacionárias), com o objetivo de perder menos, os emprestadores (investidores em renda fixa) poderão desviar recursos para operações de financiamento no mercado futuro se as taxas reais deste último, embora negativas, forem superiores àquelas. Há casos, já observados, de distorções nos preços do mercado futuro da BVRJ, com juros reais negativos. Um modelo de equilíbrio de preços no mercado de capitais (tipo CAPM — Capital Assets Pricing Model) poderá determinar taxas de equilíbrio para um mercado eficiente e, portanto, indicar as taxas discrepantes para que os especuladores possam agir. Assim, no caso de opções, é possível determinar-se o preço justo a partir do preço da volatilidade da ação, da taxa de juros de mercado, do risco envolvido, bem como do prazo a decorrer até o vencimento. Reciprocamente, observando-se os preços de mercado da opção e da ação correspondente, pode-se determinar o **risco** estimado pelo mercado para esta última. Isto significa que o preço da opção revela estimativa do mercado sobre uma série de variáveis, o que evidentemente só será útil num mercado razoavelmente desenvolvido e eficiente.

O PAPEL ECONÔMICO DO MERCADO DE OPÇÕES

As opções permitindo a redistribuição do risco entre os investidores e a sintetização das informações do mercado, cumprem duas das finalidades econômicas do mercado de capitais: permitir uma alocação mais eficiente dos recursos pelos investidores e aumentar o volume desses recursos colocados à disposição do mercado de capitais. Senão vejamos: a redistribuição de risco permite ao investidor mais avesso ao risco (o *hedger*) um maior investimento devido à redução de sua exposição ao risco; ao especulador estimula um maior investimento por ser um mecanismo que lhe propicia maior retorno esperado, embora com maior exposição ao risco (investimentos alavancados). Em qualquer dos casos, há uma grande liquidez, que permite um reajustamento freqüente da exposição de cada um ao risco. Esta possibilidade de reajustamento freqüente, bem como a magnificação dos indicadores de mudanças de expectativas, permitem que os investidores realoquem mais freqüentemente seus recursos entre as empresas que os utilizam. Os mercados de instrumentos a futuro deverão também aplainar certas oscilações conjunturais que nada teriam com o desempenho das empresas, tais como a falta de liquidez na economia ou o impacto de situações políticas adversas no mercado de capitais.

Um mercado de opções ou um mercado futuro mal-estruturados poderão, contudo, criar riscos ou acentuar oscilações. Pode-se imaginar várias situações em que isto possa ocorrer. Uma delas seria uma desestabilização do mercado no dia da liquidação — as posições poderão ser mantidas até o dia da liquidação, quando então poderá haver uma demanda de títulos maior que os fisicamente ofertados no dia; mesmo que tal fato não ocorra, poderá haver acentuação de um movimento de alta eventual, que refletiria apenas a demanda excessivamente alta do dia, desaparecendo no dia seguinte — e portanto aumentando o risco do mercado.

Contudo, tal efeito poderá ser minorado ou mesmo eliminado pelas forças de mercado que, agindo através da demanda crescente pelos títulos a futuro, em decorrência

de uma expectativa de alta nos mesmos, forçarão uma liquidação antecipada das posições dos vendedores a descoberto. Porém, isto não eliminará a possível existência de "maus gerentes" de investimentos que evitarão "realizar" perdas, para tanto assumindo riscos crescentes na expectativa de uma reversão de tendências; não eliminará também a possibilidade do *corning*,[2] problema este que poderia ser resolvido com a liquidação financeira (a preço de mercado da ação).

A experiência passada com mercado futuro (embora relativamente curta) leva a crer que o mecanismo de mercado está atingindo o equilíbrio descrito anteriormente, não havendo evidência até agora de desequilíbrios acentuados, o que só poderá ser efetivamente comprovado por pesquisa empírica.

Outro ponto a considerar é que um eventual aumento de risco no mercado não impede que os instrumentos de liquidação a futuro permitam o *hedge*, mesmo total, aos investidores avessos ao risco — os quais não seriam, portanto, afetados com a "criação" de risco.

BIBLIOGRAFIA

1 BLACK, F. & SCHOLES, M. The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, Chicago, Ill., The Univ. of Chicago Press, v. 81, n. 3, May/June 1973.

2 GARBADE, K. & KAICHER, M. Exchange traded options on common stock. *Federal Reserve Bank of New York. Quarterly Review*, New York, Federal Reserve Bank of New York, Winter, 1978/79.

3 MERTON, Robert C. An intertemporal capital asset pricing model. *Econometrica*, New Harven, Conn., The Econometric Society, v. 41, n. 5, pp. 867-87, Sept. 1973.

4 ——. Theory of rational option pricing. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, New York, American Telephone and Telegraph Co., v. 4, n. 1, Spring 1973.

5 ROCHA PAES, Luiz Carlos M. da. *The investment-financing decision on a risk market context: an intertemporal continuous time valuation model.* Stanford, California, Stanford Univ., 1979. [Tese]

6 ROCHA PAES, Luiz Carlos M. da & TSE, E. *On introduction to the use of continuous time stochastic control of the investment-finance decision.* Stanford, California, EES Dept. Stanford Univ., Spring 1979. (Technical report)

2 *Corning* = Açambarcamento das ações de uma empresa por um único vendedor.

PARA PRODUZIR MAIS, O BRASIL PRECISA DE UMA COISA MUITO SÉRIA:

AÇÃO

As ações sempre tiveram um papel fundamental na economia brasileira. E nem poderia ser de outro jeito: elas estão na própria essência do nosso sistema econômico e são vitais para o seu aperfeiçoamento. Foram elas que financiaram, em grande parte, o nosso desenvolvimento industrial, gerando emprego para milhões de brasileiros. E são elas que vêm garantindo o crescimento de nossas empresas, dando-lhes condições para produzir mais e melhor e para poderem exportar e competir no mercado externo. De uma coisa você pode estar certo: por trás de cada empresa deste país, que tenha aberto seu capital, existem ações que merecem todo respeito e toda a sua confiança. Acredite, quanto mais forte for o nosso mercado de ações, melhor. Para você e para o Brasil.

HOJE MAIS DO QUE NUNCA O BRASIL PRECISA DE AÇÕES.

CODIMEC - Comitê de Divulgação do Mercado de Capitais

A única saída: PRODUZIR MAIS E DEPRESSA.

Breves Considerações sobre a Cédula de Crédito Industrial

David A. de Souza *

CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

Na história da civilização o direito foi sempre a materialização de um fato antecedente. No comércio, tal fenômeno se faz muito mais presente, a cada passo. As relações comerciais são dinâmicas. Os comerciantes necessitam de meios que facilitem suas trocas ou de instrumentos que propiciem a circulação de riquezas. Ele mesmo, comerciante, cria, talvez pelo instinto, mecanismos hábeis à mesma circulação de riquezas. O jurista registra tais mecanismos dando forma a um fato concreto, já consagrado. O legislador os consagra, ou melhor, transforma em lei o mesmo mecanismo de uso já adotado pelos comerciantes. Assim sempre foi em relação a todo direito comercial; assim é e será com referência aos títulos de crédito. A Letra de Câmbio, título dos mais antigos, adveio da necessidade de se criar um instrumento capaz de propiciar a circulação de riquezas.

A Cédula de Crédito Industrial é um título novo no Brasil, instituído pelo Decreto-Lei nº 413, de 9 de janeiro de 1969, que "disciplinou o sistema de crédito industrial, objeto de legislação anterior tumultuária e confusa", segundo historia o Professor Rubens Requião (*in* Curso de Direito Comercial, 2º vol., p. 471). Além da Cédula já referida, o diploma acima criou também a Nota de Crédito Industrial.

CÉDULA DE CRÉDITO INDUSTRIAL: TÍTULO DE CRÉDITO PECULIAR

A Cédula de Crédito Industrial é um título de crédito, segundo o seu diploma criador. É **literal** porque sua existência depende de um conteúdo estabelecido na lei instituidora. É um **título causal**, ou seja, liga-se originalmente a um financiamento específico, ficando o "emitente da cédula obrigado a aplicar o financiamento nos fins ajustados, devendo comprovar essa aplicação no prazo e na forma exigidos 'pela instituição financeira'", conforme declara o art. 2º do Decreto-Lei nº 413/69. De igual forma, é provido de **cartularidade**, no sentido de que o crédito se assenta, se incorpora ou materializa num papel ou cártula, tornando-se, assim, obrigatória a sua exibição para o exercício do direito nele contido, ou melhor, "sem o documento, o titular não pode executar o direito", nas palavras do reputado João Eunápio Borges (*in* Títulos de Crédito, p. 13), ou ainda, na lição de Pontes de Miranda, "o que se transmite, se houve incorporação do direito no título, é a propriedade do título, razão por que também pode ser empenhado" (*in* Comentários ao Código de Processo Civil, p. 363). Ademais, o art. 9º do mencionado instituto não deixa dúvidas quando dispõe:

"A Cédula de Crédito Industrial é promessa de pagamento em dinheiro, com garantia real, **cedularmente constituída**".[1]

---

* O Autor é Advogado formado pela Faculdade de Direito da Universidade do Rio de Janeiro — UERJ —, tendo curso de pós-graduação em Direito de Empresas pelas Faculdades Integradas Estácio de Sá. Atualmente ocupa os cargos de Advogado e Consultor Jurídico do Grupo Denasa.

1 Destaques do Autor.

No entanto, o credor poderá exercer o seu direito cartular através de outro documento que não o original, *verbi gratia*, através de certidão passada pelo Cartório de Registro de Imóveis, em caso de furto, perda ou extravio do original, dispensando, assim, as formalidades da medida prevista no art. 907 e seguintes do Código de Processo Civil. Entretanto, se o título foi posto a circular, em caso de perda ou extravio, o meio próprio de anulação do original, bem como da reconstituição do crédito cartular, será o estabelecido nos dispositivos processuais citados. Defendemos aqui a lição do Professor Requião ao recomendar idêntico remédio à perda ou extravio das duplicatas (*in* Curso de Direito Comercial, 2º vol., p. 453). Uma das características que identifica a Cédula de Crédito Industrial como título de crédito é a **autonomia**, ou seja, o credor exercita um direito próprio, alheio às relações anteriores entre os credores e o devedor. Aqui, cabe ressaltar um aspecto importante, específico desse título: credor na Cédula Industrial somente a instituição financeira pode sê-lo. A condição de credor originário ou endossatário — frise-se — só a instituição financeira pode exercer. O art. 2º do diploma em estudo é claro ao estatuir:

"O emitente da cédula fica obrigado a aplicar o financiamento nos fins ajustados, devendo comprovar essa aplicação no prazo e na forma exigidos pela **instituição financiadora.**"[2]

A expressão instituição financiadora é de uso proposital, isto é, refere-se somente às instituições autorizadas a funcionarem no país pela Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Ao defender o princípio de que o uso do instituto da Cédula, como credor, é privativo das instituições financeiras regularmente constituídas, o jurista Paulo Restiffe Neto é incisivo quando diz:

"Ninguém ousou generalizar a disposição do art. 1º do Decreto-Lei nº 413, de 9.1.1969, que institui o financiamento concedido por **instituições financeiras** a pessoa física ou jurídica que se dedique à atividade industrial. É esse diploma que instituiu a Cédula de Crédito Industrial, que pode ser garantida por penhor, hipoteca ou **alienação fiduciária** (art. 19), e que vem por nós examinado no item 27 desta obra. Não há possibilidade de generalização. O financiador e, portanto, o credor adquirente da propriedade fiduciária em garantia dos bens objeto do financiamento, só pode ser originariamente uma instituição financeira".[3]

E remata o mesmo juiz de São Paulo: "É da letra da lei e, sobretudo, do espírito do nosso Direito" (*in* Garantia Fiduciária, p. 79, ed. 1975). Assim como o financiamento a ser concedido à pessoa física ou jurídica originariamente só pode ser feito através de instituição financeira (ou melhor, o credor inicial será sempre a instituição autorizada a atuar pelo Banco Central do Brasil, conforme reza também o art. 42 do instituto em questão), o endossatário, a nosso ver, deverá ser sempre outra instituição financiadora. Defendemos o ponto de vista da circulabilidade restrita desses títulos tão-somente entre instituições financeiras. Não haveria sentido a possibilidade de transferência da condição de credor a uma pessoa estranha aos quadros das instituições legitimadas a funcionarem pelo Banco Central; seria um contra-senso, uma válvula aberta à agiotagem, uma vez que as instituições financeiras, ao menor sinal de dificuldade financeira do devedor-emitente, comodamente procurariam descontar o título em questão junto a agiotas.

Vale lembrar, como reforço ao nosso ponto de vista, que a Cédula de Crédito Industrial admite cobrança de juros acima das taxas permitidas pelo Decreto nº 22.626/33, usando, no entanto, as expressões hipócritas "comissão de fiscalização" e "demais despesas que o credor fizer para a segurança, regularidade e realização de seu direito creditório", encargos esses somente exigíveis por instituições financeiras, sob pena de o infrator, isto é, pessoa que não seja a referida instituição, incidir nas sanções da Lei da Usura (Lei nº 1.521, de 26.12.51). Aliás, a Súmula nº 596, do Supremo Tribunal Federal, pacificou a questão, ao dispor: "As disposições do Decreto nº 22.626/33 não se aplicam às taxas de juros e aos encargos cobrados nas operações realizadas por instituições públicas ou privadas, que integram o sistema financeiro nacional". Repita-se: pessoas que não estejam na condição de instituição financeira não podem cobrar taxas de juros ou juros disfarçados acima do máximo permitido em lei. Por isso mesmo, como mais um argumento, não poderiam ditas pessoas, a pretexto de meros endossatários em Cédula de Crédito Industrial, cobrar taxas além do limite máximo autorizado pelo referido Decreto (nº 22.626/33). O Professor Rubens Requião não discrepa desse ponto de vista. Diz o comercialista, também de São Paulo:

"O Decreto-Lei nº 413 determina que o financiamento concedido por instituições financeiras a pessoa física ou jurídica que se dedique à atividade industrial poderá efetuar-se por **meio de cédula de crédito industrial e da nota de crédito industrial**" (*in* Curso de Direito Comercial, 2º vol., p. 471).[4]

A Cédula de Crédito Industrial é, pois, um título nominativo a uma instituição financeira ou à ordem de outra instituição financeira. Qualquer que seja, a Cédula de Cré-

---

2 Destaques do Autor.

3 Destaques do Autor.

4 Destaques do Autor.

dito Industrial é **título autônomo.** O art. 10 do Decreto-Lei em questão é claro ao estabelecer:

"A Cédula de Crédito Industrial é título líquido e certo, **exigível pela soma dela constante ou do endosso** (. . .)".[5]

No entanto, se a Cédula de Crédito Industrial tem características expressas que a identificam como título de crédito, tais como literalidade, causalidade (não abstrato), cartularidade e autonomia, embora nesta última se observe a restrita circulação, o mesmo não se pode dizer de outra peculiaridade quase sempre ínsita nas cártulas, qual seja, a **independência.** O título cedular em foco é, assim, dependente do ato originário — o financiamento. Claro que as instituições financeiras poderão utilizar-se de operações de financiamento com outras garantias que não sejam as Cédulas Industriais, como bem adverte Paulo Restiffe Neto, (*in* Garantia Fiduciária, p. 64), mas há de anteceder à sua existência, pressupondo-a inclusive, o financiamento.

Neste sentido, preleciona Rubens Requião:

"O financiamento será ajustado em orçamento assinado pelo devedor e credor, ficando o emitente da **cédula** obrigado a aplicá-lo aos fins ajustados, o que será comprovado pela forma estipulada no contrato. O financiador abrirá, com o valor do financiamento, conta vinculada à operação, que o financiado movimentará por meio de cheques, saques, recibos, ordens, cartas ou outros documentos, na forma e no tempo previstos na cédula ou no orçamento. O contrato, portanto, é de **abertura de crédito,** garantido pela cédula de crédito industrial"[6] (*in* Curso de Direito Comercial, p. 471).

Por isso mesmo, incluímos a Cédula de Crédito Industrial como título **causal, representativo de financiamento,** conforme classificação do citado Professor Requião (*in* Curso de Direito Comercial, p. 304).

CÉDULA DE CRÉDITO INDUSTRIAL: DÍVIDA DE VALOR

Um aspecto sem dúvida peculiar da Cédula de Crédito Industrial é o fato de o valor nela contido não constituir importância certa ou determinada, como ocorre noutros títulos de crédito, embora o art. 9º fale em **promessa de pagamento em dinheiro** e o art. 14 (ambos do diploma em tela) reafirme como requisito formal desse título a inscrição nele do "Valor do Crédito deferido, lançado em algarismos e por extenso, e a forma de sua utilização" (item IV).

Deve-se ressaltar que somente títulos como as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, as Letras Imobiliárias, os Títulos criados pela Lei nº 4.728/65 (letras de câmbio específicas das instituições financeiras, debêntures conversíveis em ações), cédula pignoratícia de debêntures e depósitos a prazo (recibos de depósitos e certificados de depósitos) admitem correção monetária de seus valores, isto é, correspondem à dívida de valor "suscetível de tradução ou de pagamento em moeda corrente" e "têm como medida de valor um bem diferente, pretendendo assegurar ao credor uma equivalência vinculada a um fator qualquer independente ou externo à moeda", conforme conceituação dos Professores Julian Chacel, Mário H. Simonsen e Arnoldo Wald, (*in* Correção Monetária, p. 173), em torno do que se denomina **dívida de valor,** diferençando-a da dívida pecuniária.

Nada obsta, no entanto, que o valor na Cédula seja em importância determinada. Todavia, estamos diante duma realidade: se de um lado o credor é somente constituído de instituição de crédito, e, de outro, o país atravessa um período inflacionário crônico que vem desde a década de 50, duvidamos, à luz da realidade, que alguma instituição financiadora ouse abrir um crédito, a quem quer que seja, com garantia cedular, em importância certa, determinada. Estamos, destarte, diante de 2 fatos concretos a presidirem a formulação do título cedular.

Deve-se frisar que a Cédula de Crédito Industrial admite correção de seu valor, tal como as dívidas de valor. O art. 5º do mencionado Decreto-Lei estatui, a propósito: "As importâncias fornecidas pelo financiador vencerão juros e poderão sofrer correção monetária às taxas e aos índices que o Conselho Monetário Nacional fixar, calculados sobre os saldos devedores da conta vinculada à operação, e serão exigíveis em 30 de junho, 31 de dezembro, no vencimento, na liquidação da cédula ou, também, em outras datas convencionadas no título, ou admitidas pelo referido Conselho". Além da correção monetária e dos juros legais, faculta-se ao credor a cobrança de juros acima das taxas permitidas pelo já referido Decreto nº 22.626/33 com o rótulo eufemístico de "comissão de fiscalização" (art. 10 do Decreto-Lei nº 413/69), como salientamos anteriormente. O art. 11, § 2º do mesmo diploma, ao confirmar a dívida de valor que caracteriza a Cédula de Crédito Industrial, reza: "A inadimplência (...) facultará ao financiador a capitalização dos juros e da comissão de fiscalização, ainda que se trate de crédito fixo".

---

5 Destaques do Autor.

6 Destaques do Autor.

CÉDULA DE CRÉDITO INDUSTRIAL: OUTRAS PARTICULARIDADES

A Cédula de Crédito Industrial possui particularidades, algumas curiosas tais como as apresentadas a seguir:

a) inadimplida a obrigação cartular, poderá "o financiador considerar vencidos antecipadamente todos os financiamentos concedidos ao emitente e dos quais seja credor". A conseqüência do inadimplemento, "além de acarretar o vencimento antecipado da dívida resultante da cédula e permitir igual procedimento em relação a todos os financiamentos concedidos pelo financiador ao emitente e dos quais seja credor, facultará ao financiador a capitalização dos juros e da comissão de fiscalização ainda que se trate de crédito fixo". O vencimento antecipado poderá decorrer de inadimplemento de terceiro, "prestante da garantia real". Estas são disposições do art. 11 e parágrafos, estranhas à teoria geral dos títulos de crédito, a penalizar o devedor por ato — o inadimplemento —, atingindo-o em ricochete por atos estranhos à relação originária — o título de crédito;

b) a Cédula poderá ser "aditada, ratificada e retificada, por meio de menções adicionais e de aditivos, datados e assinados pelo emitente e pelo credor, lavrados em folha à parte do mesmo formato e que passarão a fazer parte integrante do documento", segundo dispõe o art. 12 do diploma cedular. É de notar que, enquanto para a validade do título basta a assinatura do emitente, no aditivo serão necessárias, também, para a sua validade, as assinaturas do emitente e do credor. *Quid juris*, se a Cédula tiver sido endossada? Cremos que, mesmo assim, no caso de se aditar o título, a assinatura do credor endossatário será juntamente com a do emitente; e

c) a Cédula, consoante os arts. 13 e 14 (§ 1º) do instituto, "admite amortizações periódicas que serão ajustadas mediante a inclusão de cláusula", admitindo-se, nessas condições, várias obrigações de pagar num só título. Na hipótese de o título admitir pagamentos parcelados (amortizações periódicas, como diz a lei), temos que a Cédula de Crédito Industrial seria, neste caso, promessas de pagamentos parcelados. Não paga uma dessas parcelas, acelerar-se-ia o vencimento das vincendas, tornando-se o valor global da Cédula exigível (art. 11, § 2º).

CÉDULA DE CRÉDITO INDUSTRIAL — GARANTIAS REAIS

Para que se constitua uma Cédula de Crédito Industrial, necessário será que se lhe vincule qualquer das espécies do gênero garantia real, quais sejam, penhor cedular, alienação fiduciária e hipoteca cedular. Há opção pela espécie de garantia; mas qualquer que seja a espécie, não se poderá constituir o título arredando a garantia real, pois é requisito formal da Cédula.

Embora o art. 20 admita que os bens ali relacionados possam garantir em penhor cedular o título em estudo, entendemos que os mesmos bens podem ser gravados à Cédula em alienação fiduciária, exceto os títulos a que se referem o Inciso IX, uma vez que estes, fora do penhor, somente são passíveis de garantia caucionária. Neste sentido, opinamos com Paulo Restiffe Neto (*in* Garantia Fiduciária).

No entanto, as ações representativas do capital social das sociedades anônimas poderão compor garantia de alienação fiduciária da Cédula Industrial (art. 40, Lei nº 6.404, de 15.12.76).

A hipoteca cedular oferece algumas particularidades. A primeira delas é a impenhorabilidade do bem gravado hipotecariamente à Cédula. Trata-se, como se vê, de exceção, como bem observa Haroldo Pabst: "Segundo o disposto no art. 69 do Decreto-lei nº 167/67 e no art. 57 do Decreto-lei nº 413/69, os bens objeto de hipoteca constituída por cédula de crédito rural ou industrial são impenhoráveis em execução para cobrança de dívidas assumidas pelo devedor comum em relação a terceiros, cumprindo ao emitente ou ao terceiro hipotecante denunciar a existência da cédula às autoridades incumbidas da diligência ou a quem a determinou sob pena de responderem pelos prejuízos resultantes de sua emissão" (*in* Crédito Hipotecário na Execução Movida por Terceiro, p. 11). Da mesma forma, o art. 51 veda a alienação de bens gravados à Cédula sem o prévio consentimento do credor.

A segunda é o fato de independer de exibição de "comprovante de cumprimento de obrigações fiscais, da previdência social, de declaração de bens e certidão negativa de multas" a constituição das garantias reais pelas instituições públicas ou privadas. É, sem sombra de dúvida, um dispositivo excepcional, uma vez que não se pode constituir garantias reais, tais como hipoteca, alienação fiduciária e penhor, sem o comprovante de estar quite o garante (titular do bem) com o imposto territorial rural (INCRA) e a Previdência Social e ainda sem a apresentação das quitações fiscais de praxe.

A terceira identificamos como acessão industrial automática, quando houver construção ou instalação de máquinas no solo do imóvel hipotecado à Cédula Industrial. Dizemos automática porque a aderência da instalação industrial à hipoteca ocorre independentemente de se perquirir o elemento subjetivo da boa ou má fé, ao contrário, assim, do disposto no art. 545 e seguintes do Código Civil. Chega-se a essa conclusão pela análise do art. 25 do diploma

Cedular Industrial. Conforme esse dispositivo, "incorporam-se na hipoteca as instalações e construções, adquiridas ou executadas com o Crédito", — e note bem —

"assim como quaisquer outras benfeitorias acrescidas aos imóveis na vigência da cédula, as quais, uma vez realizadas, não poderão ser retiradas ou destruídas sem o consentimento do credor, por escrito".[7]

Adverte o art. 29 do instituto cedular que a "Cédula de Crédito Industrial somente vale contra terceiros desde a data da inscrição. Antes da inscrição a Cédula obriga apenas seus signatários".

No art. 30 há um lapso, pois o mesmo determina que os gravames relativos ao penhor e à alienação fiduciária devem ser inscritos no "Cartório de Registro de Imóveis da circunscrição do local de situação dos bens", quando se sabe — fato, aliás, elementar — que os mesmos são adstritos ao Cartório de Registro de Títulos e Documentos. Todavia, o mesmo fato carece de importância em face da instituição da Lei nº 6.015, de 31.12.73, isto é, consoante a Lei de Registros Públicos, o Cartório competente para dar a devida publicidade ao penhor e à alienação fiduciária, cedulares ou não, é o Cartório de Registro de Títulos e Documentos (art. 127 e 129).

No entanto, quanto à garantia hipotecária, o Decreto-Lei nº 413/69 traz uma importante inovação, qual seja, a de que, havendo aumento da dívida, proceder-se-á à "averbação da inscrição da cédula", conforme o art. 36. Tal fato excepcional é detectado pelo jurista Afrânio de Carvalho: "Com efeito, prevendo dois contratos sucessivos de financiamento hipotecário entre as mesmas partes, a lei manda que, à margem da inscrição do primeiro, se faça apenas a averbação do segundo". Noutras palavras, a primeira cédula hipotecária em que se contrata certo financiamento será objeto de **inscrição**, mas a segunda, em que se contrata um financiamento adicional, sê-lo-á apenas de **averbação**, a menos que se vinculem novos bens à garantia (Decreto-Lei nº 413, de 1969, art. 50).

Para que os endossatários possam fazer valer seus direitos como credores de garantias reais, faz-se mister serem seus endossos averbados à margem da inscrição da Cédula, perante o Registro de Imóveis, segundo estatui o art. 36. O parágrafo primeiro dispensa de averbação os pagamentos parciais e o endosso das instituições financeiras quando as operações com estas instituições se referirem ao desconto ou caução.

---

7 Destaques do Autor.

Algumas Publicações do IBMEC

A INFLUÊNCIA DA CORREÇÃO MONETÁRIA NO SISTEMA FINANCEIRO

Walter Lee Ness, Jr.

- Correção Monetária e Captação de Poupanças Financeiras no Brasil.
- O Quadro se Altera: Inflação Acelerada e Desequilíbrio no Sistema Financeiro.
- Correção Monetária no Sistema Financeiro.
- Conclusões sobre Correção Monetária e os Recentes Problemas na Economia Brasileira.

1ª Edição 1977 – 205 pp. – Cr$ 300,00

MERCADO DE AÇÕES: UMA ANÁLISE SOBRE O SISTEMA DE INFORMAÇÕES

João Regis Ricardo dos Santos

- Mercado Eficiente e Eficiência do Sistema de Informações.
- Estrutura Atual do Mercado Acionário Norte-Americano e o Papel do Sistema de Informações.
- Algumas Reflexões sobre a Situação Atual do Mercado Acionário Brasileiro.
- O Sistema de Informações ao Mercado Acionário Brasileiro.
- Considerações Finais.

1ª Edição 1978 – 180 pp. – Cr$ 250,00

UMA ANÁLISE QUANTITATIVA DO SISTEMA FINANCEIRO NO BRASIL

Antonio Carlos Braga Lemgruber

- Aspectos Institucionais do Sistema Financeiro.
- Os Usos de Modelos Econométricos.
- Modelos Econométricos do Sistema Financeiro: Um Survey.
- Um Modelo do Sistema Financeiro para o Brasil.
- Resultados e Implicações da Análise Quantitativa.
- Esboço de um Modelo Macroeconômico.

1ª Edição 1978 – 260 pp. – Cr$ 300,00

INTRODUÇÃO AO MERCADO DE CAPITAIS

Equipe de Pesquisadores do IBMEC

- Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico.
- Mercado de Capitais no Brasil.
- A Avaliação Recente.
- Estrutura do Sistema Financeiro Nacional.
- Características Básicas do Investimento em Títulos.
- Características Institucionais e Legais dos Títulos Financeiros.
- O Mercado de Ações no Brasil.
- Técnicas Correntes de Análise e Avaliação de Títulos e Seleção de Carteiras.

3ª Edição 1980 – 192 pp. – Cr$ 400,00

Preços válidos até 30/4/81

*Jurisprudência**

Nelson Laks Eizirik
Ariádna Bohomoletz Gaal
Maria Cristina Vieira de Souza

INTRODUÇÃO

A Seção de Jurisprudência em seu último número apresentou algumas transformações substanciais a serem doravante mantidas, com o objetivo de dar seguimento à pesquisa editada pelo IBMEC — "O Poder Judiciário e a Jurisprudência sobre Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras"[1] — possibilitando ao leitor um acompanhamento da evolução recente de tal jurisprudência. Dentre as mudanças apresentadas, duas mereceram ênfase especial: a utilização, como material de pesquisa, das Revistas oficiais dos Tribunais de Justiça e Alçada do Rio de Janeiro, São Paulo, Minas Gerais e Rio Grande do Sul, bem como do Tribunal Federal de Recursos e do Supremo Tribunal Federal, e a inclusão de comentários sobre a jurisprudência, permitindo uma análise comparativa da evolução das principais linhas decisórias.

No último número da Rbmec apresentamos as decisões dos Tribunais de Justiça e Alçada do Rio de Janeiro, São Paulo e Minas Gerais, publicados nas suas Revistas oficiais no período compreendido entre junho de 1976 e maio de 1979. No presente número, extratamos e comentamos as decisões do Supremo Tribunal Federal, Tribunal Federal de Recursos e Tribunais de Justiça e Alçada do Rio Grande do Sul, publicados no mesmo período em suas respectivas Revistas.

A metodologia utilizada é basicamente a mesma do número anterior da Rbmec, devendo ser também mantida nos números futuros desta Revista. Cada acórdão é reproduzido sob a forma de um "extrato", revelando seus trechos mais significativos, retirados da ementa, relatório e votos, ou sob a forma de redação própria, caso seja impossível manter-se a redação original. Assim, na composição dos extratos utilizou-se apenas a ementa — quando suficientemente elucidativa — ou combinou-se, para facilitar o entendimento do leitor, os diferentes excertos do acórdão, visando obter maior grau de consistência e lógica. Além disso, algumas vezes houve necessidade de supressão de palavras e até mesmo de trechos inteiros do acórdão — indicada com reticências dentro dos parênteses —, de alteração de tempos de verbos, de inserção de vocábulos ou de nova redação — assinalados com colchetes. O voto vencido foi também enfatizado em alguns extratos, sempre que, como antítese da tese vencedora, envolvesse discussão jurídica relevante.

A partir do presente número, passamos a incluir também os Inquéritos Administrativos realizados pela Comissão de Valores Mobiliários — CVM —, publicados pelo Diá-

---

* A Introdução e os Comentários foram elaborados por Nelson Laks Eizirik, Pesquisador Sênior do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais — IBMEC. A parte referente aos Extratos de Jurisprudência foi organizada pelas Assistentes de Pesquisa do mesmo Instituto, Ariádna Bohomoletz Gaal e Maria Cristina Vieira de Souza.

[1] Eizirik, Nelson Laks & Bastos, Aurélio Wander. *O poder judiciário e a jurisprudência sobre sociedades anônimas e instituições financeiras.* Rio de Janeiro, IBMEC, 1980.

rio Oficial da União, que constituem uma "jurisprudência administrativa" referente à legislação reguladora de mercado de valores mobiliários. Cabe à CVM, nos termos da Lei nº 6.385/76, art. 9º, V, apurar, mediante Inquérito Administrativo, os atos ilegais e práticas não eqüitativas dos administradores e acionistas de companhias abertas, dos intermediários financeiros, bem como dos demais participantes do mercado, podendo aplicar-lhes as penalidades previstas no art. 11 da mesma Lei. A instauração do Inquérito Administrativo e as etapas em que se desenvolve o Processo Administrativo são disciplinados pela Resolução nº 454/77 do Conselho Monetário Nacional — CMN — e pela Nota Explicativa nº 3 da CVM, de 23/12/77. Após a instauração do inquérito, cuja duração máxima é de 90 dias, tendo ficado apurada a responsabilidade do indiciado, terá início a fase contraditória — o Processo Administrativo — com a apresentação da defesa e a produção de provas. Após a decisão, proferida pelo Colegiado da CVM, caberá interposição de recurso, no prazo de 30 dias, ao Conselho Monetário Nacional.

Na extratação da decisão contida em cada Inquérito Administrativo seguimos basicamente a mesma metodologia utilizada para a confecção dos extratos dos acórdãos de decisões judiciais. A única diferença a ser notada é a ênfase maior, no caso dos extratos de Inquéritos Administrativos, ao voto do Relator, onde concentram-se a exposição dos fatos e a análise jurídica mais detalhada.

COMENTÁRIOS

Conforme observado no último número da Rbmec, os presentes comentários deverão, em regra, ser dirigidos ao acompanhamento da jurisprudência em conjunto, procurando ressaltar além dos acórdãos inovadores, que aplicam as novas leis (principalmente a Lei nº 6.404/76), a formação de linhas jurisprudenciais uniformes. Assim, buscamos enfatizar as evoluções mais significativas da jurisprudência ao longo do tempo, sem ter como preocupação básica a análise em profundidade de cada um dos acórdãos extratados.

Inicialmente, com relação ao sistema financeiro, encontramos alguns acórdãos referentes à questão da aplicabilidade ou não da Lei da Usura aos empréstimos concedidos por instituições financeiras. Embora este ponto tenha sido discutido judicialmente durante muitos anos, apresentando decisões conflitantes,[2] podemos agora verificar uma uniformidade nas decisões. Todos os casos (aqui extratados sob a rubrica Lei da Usura) seguem a orientação estabelecida pela Súmula nº 596 do Supremo Tribunal Federal, segundo a qual os dispositivos do Decreto nº 22.626/33 (Lei da Usura) não se aplicam às taxas de juros e outros encargos cobrados nas operações realizadas por instituições financeiras. Assim, decide-se genericamente que os percentuais de juros, descontos, taxas remuneratórias de serviços e outras formas de remuneração cobradas pelas instituições financeiras não se sujeitam mais aos limites estabelecidos pela Lei da Usura, mas sim aos percentuais estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional.[3] Da mesma forma, decide-se ser também legítima a cobrança da Comisão de Permanência, criada pela Circular nº 88/67 do Banco Central.[4]

Porém, cobrança de taxas superiores àquelas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional é considerada crime contra a economia popular. Embora não se apliquem às instituições financeiras os limites de juros estabelecidos na Lei da Usura, podem elas ser penalizadas, caso cobrem taxas de juros ou outros encargos em níveis superiores aos estabelecidos pelo CMN, com base no art. 4º da Lei nº 1.521/51, que trata da repressão à usura pecuniária. Em decisão do Supremo Tribunal Federal — STF[5] — aceitou-se a tese do Tribunal de Alçada do Rio Grande do Sul,[6] segundo a qual o art. 4º, da Lei nº 1.521/51 é norma penal em branco, devendo seu complemento estar contido nas Resoluções do CMN, conforme estabelecido na Lei nº 4.595/64, a qual, embora lei extrapenal, no presente caso funcionaria como elemento intermediário entre a norma penal em branco e seu complemento. Assim, a cobrança de taxas em percentuais superiores aos permitidos pelo CMN constitui crime contra a economia popular — usura pecuniária.

---

2 A este mesmo respeito, veja Eizirik, Nelson Laks & Bastos, Aurélio Wander, *op. cit.* nota 1, pp. 34 a 44 e 175 a 190, e também a Seção de Jurisprudência da *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, v. 6, nº 17, pp. 274, 284 e 285.

3 Recurso Extraordinário nº 85.252 da Primeira Turma do Supremo Tribunal Federal, de 31 de agosto de 1976, publicado na Revista Trimestral de Jurisprudência, v. 84, pp. 980-982, aqui extratado sob a rubrica Lei da Usura (revogação da).

4 Recurso Extraordinário nº 81.640 da Segunda Turma do Supremo Tribunal Federal, de 6 de setembro de 1977, publicado na Revista Trimestral de Jurisprudência, v. 82, pp. 518-521 e Apelação Cível nº 15.646, da Terceira Câmara Cível do Tribunal de Alçada do Rio Grande do Sul, de 14 de dezembro de 1977, publicada nos Julgados do Tribunal de Alçada do Rio Grande do Sul, v. 26, pp. 221-222, ambos aqui extratados sob a rubrica Lei da Usura (revogação da).

5 Recurso de *Habeas Corpus* nº 55.624 da Segunda Turma do Supremo Tribunal Federal, de 7 de outubro de 1977, publicado na Revista Trimestral de Jurisprudência, v. 83, pp. 772-775, aqui extratado sob a rubrica Crime contra a Economia Popular.

6 *Habeas Corpus* nº 6.924, de 12 de maio de 1977, publicado nos Julgados do Tribunal de Alçada do Rio Grande do Sul, v. 23, pp. 14-17.

Com relação à liquidação extrajudicial de instituição financeira, encontramos 2 acórdãos conflitantes. Cuidam ambos da integração do art. 18, letra *a*, da Lei nº 6.024/74, que regula o processo de intervenção e liquidação extrajudicial de instituição financeira ao sistema jurídico brasileiro, discutindo a sua constitucionalidade. O referido artigo estabelece que a decretação da liquidação extrajudicial produzirá, de imediato, a suspensão das ações e as execuções iniciadas sobre direitos e interesses relativos ao acervo da entidade liquidanda, não podendo ser intentadas quaisquer outras enquanto durar a liquidação. A discussão básica prende-se à hipótese de ser dito dispositivo inconstitucional, uma vez que expressamente exclui a possibilidade de apreciação judicial de possíveis lesões a direitos individuais.

As duas decisões, ambas do Tribunal de Alçada do Rio Grande do Sul, tratam do mesmo caso. Um "devedor" de instituição financeira em liquidação extrajudicial propôs contra ela ação de anulação de títulos, precedida de medida cautelar de sustação de protesto. Com fundamento no art. 18, letra *a*, da Lei nº 6.024/74, o juiz julgou o autor carecedor de ação, determinando porém o prosseguimento da reconvenção. Em apelação à Segunda Câmara Cível do Tribunal de Alçada do Rio Grande do Sul, esta decidiu ser o artigo em questão inconstitucional, por contrário ao art. 153, § 4º da Constituição Federal, que estabelece que a Lei não poderá excluir da apreciação do Poder Judiciário qualquer lesão de direito individual. O Tribunal Pleno, porém, entendeu, por maioria de votos, não aceitar a argüição de inconstitucionalidade do referido art. 18, letra *a*, da Lei nº 6.024/74. Isto porque não haveria qualquer exclusão à apreciação, pelo Poder Judiciário, de lesão a direito individual. Haveria apenas a intercalação de uma instância administrativa (do Banco Central), com a suspensão temporária da apreciação, pelo Judiciário, de lesão a direito individual. Tendo a Lei nº 6.024/74 como uma de suas finalidades básicas o "resguardo da economia pública, da poupança privada e da segurança nacional" (art. 31), seria justificável a intercalação de uma instância administrativa. Somente após tal exame administrativo é que ao titular da lesão individual caberia submetê-la ao Poder Judiciário, uma vez que sua ação judicial poderia conflitar com a própria finalidade da execução coletiva.

A posição adotada pelo Tribunal Pleno da Alçada do Rio Grande do Sul encontra respaldo na jurisprudência anterior, que efetivamente inclina-se no sentido de não considerar inconstitucional a norma que, na pendência de liquidação extrajudicial, suspenda temporariamente a apreciação, pelo Poder Judiciário, da eventual lesão a direito individual. Encontramos, nesse sentido, decisões que amparam tal posição, na vigência da legislação anterior à Lei nº 6.024/74.[7] Encontramos também na jurisprudência a interpretação de que a suspensão das ações judiciais contra o estabelecimento liquidando tem como objetivo básico a preservação de seu patrimônio, não estando portanto suspensas ações que não o afetem, tais como de anulação de contrato de abertura de crédito,[8] ou de consignação em pagamento.[9]

Ainda com relação à discussão de aspectos legais do sistema financeiro, encontramos, no presente levantamento, algumas decisões importantes referentes a operações de câmbio (aqui extratadas sob a rubrica Contrato de Câmbio). A discussão prende-se à constitucionalidade do § 3º, do art. 75, da Lei nº 4.728/65, uma vez que poderia ferir o princípio de isonomia, estabelecido no § 1º, do art. 151 da Constituição.

O dispositivo da Lei nº 4.728/65 objeto da discussão judicial assim dispõe:

"Art. 75 — O contrato de câmbio, desde que protestado por oficial competente para o protesto de títulos, constitui instrumento bastante para requerer a ação executiva.

§ 1º — Por esta via, o credor haverá a diferença entre a taxa de câmbio do contrato e a data em que se efetuar o pagamento, conforme cotação fornecida pelo Banco Central, acrescida dos juros de mora.

§ 2º — Pelo mesmo rito, serão processadas as ações para cobrança dos adiantamentos feitos pelas instituições financeiras aos exportadores, por conta do valor do contrato de câmbio, desde que as importâncias correspondentes estejam averbadas no contrato, com anuência do vendedor.

§ 3º — No caso de falência ou concordata, o credor poderá pedir a restituição das importâncias adiantadas, a que se refere o parágrafo anterior."

7 Veja, a propósito, o Recurso Extraordinário nº 75.409, de 23 de abril de 1974, publicado na Revista Trimestral de Jurisprudência, v. 27, pp. 219-220; a Apelação Cível nº 202.420, de 7 de maio de 1974, publicada nos Julgados do Tribunal de Alçada Cível de São Paulo, v. 31, pp. 43-46; e a Apelação Cível nº 88.606, de 9 de julho de 1974, publicada na Revista de Jurisprudência do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, v. 38, p. 211.

8 Agravo de Instrumento nº 24.754, de 11 de novembro de 1971, publicado na Revista de Jurisprudência do Tribunal de Justiça da Guanabara, v. 28, pp. 89-93.

9 Apelação Cível nº 78.167, de 9 de maio de 1972, publicada na Revista de Jurisprudência do Tribunal de Justiça da Guanabara, v. 28, pp. 470-471.

O art. 75 da Lei nº 4.728/65 teve como objetivo estabelecer maiores facilidades para o incremento das exportações, através do adiantamento de crédito fornecido pelas instituições financeiras aos exportadores. Por outro lado, estabeleceu também certas garantias para as instituições financeiras, no caso de inadimplência dos contratos de câmbio. Nos acórdãos aqui extratados, invocava-se a inconstitucionalidade do referido art. 75, pelo fato de ferir o princípio de igualdade de todos diante da Lei. Isto porque os adiantamentos de importâncias em moeda corrente nacional, por conta de contrato de câmbio, mascarariam contratos de mútuo, não podendo ser objeto de ação restituitória na falência ou concordata, sob pena de criarem-se privilégios e desigualdades violadoras do princípio de isonomia.

As 4 decisões aqui extratadas são unânimes no sentido de que não há, na restituição a que alude o § 3º, do art. 75, qualquer violação ao princípio do § 1º, do art. 151 da Constituição Federal. Conforme acentuou o Relator do Recurso Extraordinário nº 88.827, "não há dúvida de que o tratamento desigual de situações desiguais na medida de suas desigualdades atende ao princípio de isonomia, ao invés de infringi-lo. Ainda que se admita que os adiantamentos (...) tenham, intrinsecamente, a natureza de mútuo, não se pode pretender que o § 3º, do art. 75 tenha atribuído a tais adiantamentos um privilégio que só se explicaria pelo tratamento discriminatório em função unicamente da pessoa do credor (...). A finalidade evidente do mencionado dispositivo legal foi a de facilitar o financiamento das exportações do país, para cuja política de desenvolvimento é indispensável o estímulo e, conseqüentemente, a ampliação da exportação de seus produtos. Inexiste, pois, tratamento discriminatório entre mutuantes, mas desigualdade resultante do fim econômico a que visa o contrato em questão, e fim econômico esse, cujo interesse público justifica tratamento diverso para o meio que facilite sua consecução".

Ainda que exista controvérsia na doutrina,[10] a jurisprudência mais recente inclina-se pela constitucionalidade do § 3º, do art. 75 da Lei nº 4.728/65.[11]

A evolução da jurisprudência nos 3 grupos de casos mencionados — revogação da Lei da Usura, impossibilidade de apreciação judicial à lesão do direito individual no curso de liquidação extrajudicial e restituição de adiantamentos feitos por instituição financeira à empresa de exportação — merece alguns comentários. Com efeito, tal evolução revela algumas características interessantes da jurisprudência mais recente sobre instituições financeiras. As questões discutidas dizem respeito a 3 pontos fundamentais em um sistema jurídico liberal. Assim, na questão da revogação da Lei da Usura está colocada a discussão sobre a hierarquia das normas jurídicas, confrontando-se as Resoluções do Conselho Monetário Nacional com o Decreto nº 22.626/33. Na questão da constitucionalidade do art. 18, letra *a*, da Lei nº 6.024/74, discute-se o princípio, fundamental em um Estado de Direito, da impossibilidade de exclusão da apreciação, pelo Poder Judiciário, de lesão a direito individual. Na discussão sobre a constitucionalidade do § 3º do art. 75 da Lei nº 4.728/65 está presente a questão da igualdade de todos diante da Lei, o princípio de isonomia.

As 3 Leis, cujos dispositivos são objeto da discussão aqui mencionada (Lei nº 4.595/64 — Lei da Reforma Bancária —, Lei nº 4.728/65 — Lei do Mercado de Capitais — e Lei nº 6.024/74 — que regula a intervenção e liquidação extrajudicial), com efeito rompem, em alguns de seus artigos, com princípios firmemente estabelecidos em um sistema jurídico liberal. Isto ocorre basicamente pelo fato de ser, tal legislação, reflexo, ao nível da instância jurídica, do novo modelo político e econômico estabelecido a partir de 1964. Revestindo-se a legislação sobre o sistema financeiro de feições "modernizantes", mal elaborada porém em termos de técnica legislativa, sua aceitação pelos tribunais revelou-se evidentemente problemática.

O acompanhamento da jurisprudência sobre sistema financeiro, visto como um todo, nos últimos anos, permite-nos observar que sua evolução mais recente é no sentido de aceitar a nova legislação, mesmo que em alguns de seus dispositivos possamos encontrar contradições flagrantes com princípios tradicionais do Estado de Direito. Tal ocorre particularmente ao nível das instâncias superiores do Poder Judiciário, que tendem, ao longo do tempo, a institucionalizar determinadas práticas, cuja constitucionalidade é discutível, expressas na legislação sobre sistema financeiro. Por outro lado, com algumas exceções, pouco se observa de discussão judicial mais aprofundada sobre os objetivos e conseqüências econômicas de tais práticas, o que inibe os julgadores de uma análise compatível com os princípios do moderno Direito Econômico.

---

10 Rubens Requião, por exemplo, defende a legalidade do referido dispositivo, justificando as vantagens que cercam as operações de câmbio pela preocupação do governo em estimular as exportações (*Curso de Direito Falimentar*, Saraiva, 1980, v. I, pp. 250-251). Por outro lado, Haroldo M. Verçosa entende que o § 3º, do art. 75 é inconstitucional: "adiantamento não é coisa que pertença ao banco, em mãos do falido, pois foi-lhe entregue a título de mútuo (...), sendo mútuo fica ferido o princípio de isonomia, pois o banco passou a ser titular de uma vantagem não concedida a outros credores da mesma espécie e em detrimento desses" (*A Restituição Falimentar do Adiantamento sobre Contrato de Câmbio*, Revista de Direito Mercantil, nº 36, out./dez. 1979, pp. 27-34).

11 Veja, a propósito, Eizirik, Nelson Laks & Bastos, Aurélio Wander, *op. cit.* nota 1, pp. 119-126.

Com relação à legislação sobre sociedades anônimas, encontramos inicialmente, no presente levantamento, algumas decisões que consolidam orientação jurisprudencial anterior. É tipicamente o que ocorre com a questão da responsabilidade de diretores de sociedade anônima pelos débitos fiscais da mesma. Os 2 casos aqui extratados (sob a rubrica Responsabilidade de Administrador de S.A.), aplicando o disposto no art. 135, da Lei nº 5.172/66 – Código Tributário Nacional – e no art. 158, da Lei nº 6.404/76 – Lei das S.A. –, confirmam o entendimento de jurisprudência anterior, de que o diretor de sociedade anônima não responde pelas dívidas fiscais da empresa, a não ser que fique provado que agiu com excesso de mandato, com dolo, culpa ou violando a Lei ou os estatutos.[12]

Tal é, com efeito, a interpretação *a contrario sensu* do art. 135 do Código Tributário Nacional que preceitua serem os diretores, gerentes e representantes de pessoas de direito privado "(...) pessoalmente responsáveis pelos créditos correspondentes a obrigações tributárias, resultantes de atos praticados com excesso de poderes ou infração da Lei, contrato social ou estatutos".

Verificamos também, no presente levantamento, duas decisões do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul referentes à prestação de contas dos administradores de sociedade anônima – aqui extratadas sob a rubrica Acionista (Direito de Fiscalização da Gestão dos Negócios Sociais). Os 2 casos tratam de ações judiciais de prestação de contas movidas por acionistas contra diretores de sociedades anônimas. Aplicando o princípio estabelecido pela Lei (na vigência do Decreto-Lei nº 2.627/40, em seu art. 87, letra *b*; atualmente, no art. 122, III, da Lei nº 6.404/76) de que é ato privativo da Assembléia Geral tomar as contas dos administradores, nos 2 casos o Tribunal decidiu pela carência da ação de prestação de contas movida pelos acionistas que pretendiam lhes fossem prestadas em juízo. A jurisprudência a respeito é escassa; de fato, localizamos, em levantamentos anteriores, apenas 2 acórdãos referentes à prestação de contas, sendo que ambos adotam orientação semelhante aos aqui extratados.[13]

Com relação à responsabilidade de administrador de sociedade anônima, encontramos também algumas decisões importantes, havendo inclusive aplicação de dispositivos da Lei das S.A.

Assim, em acórdão da Quarta Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul, de 08/11/78 – aqui extratado sob a rubrica Responsabilidade de Administrador de S.A. (Ação de) – verificamos a primeira interpretação judicial, em segunda instância, do art. 159, § 4º da Lei nº 6.404/76, que certamente será de grande relevância no sentido de facilitar a proposição de ações judiciais movidas por acionistas contra administradores em benefício da companhia.[14]

No caso, tendo sido pedido por acionistas que representavam mais de 5% do capital social a proposição de ação de responsabilidade civil pela empresa contra 2 diretores, o acionista controlador, na Assembléia Geral, tratou de postergar a decisão, sem tomar decisão alguma, para inviabilizar qualquer ação judicial. Assim, a Assembléia Geral nem tomava a providência de responsabilizar os administradores, nem negava essa responsabilidade, acenando com a criação de uma comissão para apurá-la. O Tribunal entendeu, a partir da interpretação do § 4º, do art. 159, que a falta de

---

12 Veja, a propósito, Eizirik, Nelson Laks & Bastos, Aurélio Wander, *op. cit.* nota 1, pp. 216-217.

13 Apelação Cível nº 61.326, de 29 de outubro de 1962, publicada na Revista de Jurisprudência do Tribunal de Justiça da Guanabara, v. 21, pp. 318-319; e Apelação Cível nº 15.444, de 9 de outubro de 1969, publicada nos Arquivos do Tribunal de Alçada do Rio de Janeiro, v. 5, pp. 310-311.

14 Assim dispõe o art. 159 da Lei nº 6.404/76:
"Art. 159 – Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.
§ 1º – A deliberação poderá ser tomada em assembléia geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for conseqüência direta de assunto nela incluído, em assembléia geral extraordinária.
§ 2º – O administrador ou administradores contra os quais deve ser proposta a ação ficarão impedidos e deverão ser substituídos na mesma assembléia. .
§ 3º – Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembléia geral.
§ 4º – Se a assembléia geral deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.
§ 5º – Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros de dispêndios realizados.
§ 6º – O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa fé e visando ao interesse da companhia.
§ 7º – A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador".

solução positiva, ou negativa expressa, representa uma negativa implícita, ficando assim titulados os acionistas como substitutos processuais da companhia para propor a ação de responsabilidade contra os administradores. Conforme deixa claro o voto do Relator, medidas protelatórias inequívocas caracterizariam uma negativa, sob pena de não ser nunca aplicada a Lei: "Então chegamos a um ponto em que a assembléia nunca toma a providência de responsabilizar, nem de negar essa responsabilidade da direção. É a lei protegendo e a fraude à lei impedindo. A lei nunca seria cumprida. Sem ação a minoria. Um sócio controlador, numa assembléia majoritária, bem ou mal, utilizando seu direito de voto, impede *sine die* uma providência que pode estar a exigir até uma certa urgência".

A decisão, adotada por maioria, é de fundamental importância para o desenvolvimento de ações judiciais propostas por acionistas, em benefício de companhias, contra seus administradores. Trata-se da chamada "ação social", na qual o acionista age como substituto processual da companhia, buscando responsabilizar os administradores por prejuízos causados à companhia. Este tipo de ação judicial jamais teve, na vigência do Decreto-Lei nº 2.627/40, maior aplicação, em face da inexistência de incentivos aos minoritários para proporem medidas de defesa aos interesses da companhia. O art. 159 da Lei nº 6.404/76 também mereceu algumas críticas, por criar alguns embaraços — ao invés de estímulos — à proposição de ações judiciais dessa natureza. Assim, críticas foram direcionadas à redação dúbia do § 4º — por não prever hipóteses como a ocorrida no caso ora comentado,[15] e por exigir um percentual de 5% do capital social para a proposição da ação, difícil de ser alcançado em companhias abertas —, bem como ao § 6º, por conter sugestão desnecessária aos juízes.[16]

As ações de responsabilidade de administradores são de fundamental importância para a moralidade da gestão das sociedades anônimas, particularmente das companhias abertas. Na prática norte-americana, por exemplo, as *derivative suits* (ações sociais) constituem um dos instrumentos mais eficazes para o sucesso da regulação das companhias com títulos publicamente negociados e para a proteção dos acionistas minoritários. Com efeito, a evolução do sistema de responsabilidade civil dos administradores está profundamente ligada ao desenvolvimento da atuação privada dos acionistas minoritários, mediante a proposição de *derivative suits.*[17] No caso dos EUA, há mesmo um certo incentivo por parte da Securities and Exchange Commission — SEC — (entidade encarregada da regulação do mercado de capitais) à proposição de ações judiciais pelos particulares lesados, uma vez que isto facilita a atividade reguladora e fiscalizadora da Comissão. Trata-se, portanto, de mecanismo de pressão da própria sociedade civil contra atos ilegais de administradores de sociedades anônimas.

Daí a importância da presente decisão, que pode constituir um marco jurisprudencial no sentido de abrir o caminho para o desenvolvimento da ação social no Direito brasileiro. Cabe lembrar, a propósito, que a CVM poderia também contribuir para tal desenvolvimento, reduzindo o percentual excessivo de 5% do capital, necessário para propor a ação de responsabilidade quando a Assembléia Geral deliberar não promovê-la. O art. 291, da Lei nº 6.404/76 expressamente autoriza a CVM a reduzir tal percentual, com relação apenas às companhias abertas.

Outra decisão inovadora diz respeito à responsabilidade criminal de diretor de sociedade anônima (aqui extratada sob a rubrica Responsabilidade Penal de Administrador de S. A.). Trata-se de acórdão da Primeira Turma do Supremo Tribunal Federal que aplica o disposto no art. 177, § 1º, III, do Código Penal, que reprime o crime de abuso na administração de sociedade anônima.[18]

O caso refere-se a diretor de estabelecimento bancário que, abusando do cargo, concedeu para si próprio 2 adiantamentos, o primeiro mediante saldo devedor em conta de depósito e o segundo mediante retenção em caixa de 3 cheques, sem a suficiente provisão de fundos. Denunciado pela Promotoria Pública por fatos previstos como crime no inc.

---

15 Lopes, Mauro Brandão. Responsabilidade Civil de Administradores de Instituições Financeiras — Integração das Leis nºs 6.404/76 e 6.024/74. São Paulo, *Sociedades por Ações*, estudo nº 11, Ed. Resenha Universitária, 1978.

16 Tais críticas, ainda na discussão do Projeto de Lei das S.A., estão contidas principalmente em: Carvalhosa, M. *A Nova Lei das Sociedades Anônimas — seu Modelo Econômico*. São Paulo, Paz e Terra, 1977, 2ª ed., pp. 124-128; e no estudo da OAB, Seção de São Paulo, publicado em "O Estado de São Paulo", de 27/5/76.

17 Veja, a propósito, Leech, Noyes. Ações Judiciais movidas por acionistas. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, v. 1, n. 3, pp. 333-350, set./dez. 1975.

18 "Art. 177 (...)
§ 1º — Incorrem na mesma pena, se o fato não constitui crime contra a economia popular: (...)
III — o diretor ou gerente que toma empréstimo à Sociedade ou usa, em proveito próprio ou de terceiro, dos bens ou haveres sociais, sem prévia autorização da assembléia geral".

III, § 1º, art. 177, do Código Penal e inc. I, § 1º, do art. 34, da Lei nº 4.595/64,[19] impetrou *Habeas Corpus* ao Tribunal de Justiça de Pernambuco. Negada a ordem, recorreu ao Supremo Tribunal Federal, mediante recurso de *Habeas Corpus.*

Examinando a questão, a Primeira Turma do STF cingiu-se basicamente à violação ao preceito do inc. III, § 1º, do art. 177, do Código Penal, na análise do mérito do caso, decidindo pelo indeferimento do *Habeas Corpus.* Na interpretação do preceito citado, estabelece 2 princípios importantes. Em primeiro lugar, com base em doutrina expressamente mencionada,[20] conclui que a hipótese do **uso dos bens e haveres sociais** aplica-se não só a coisas infungíveis, mas também ao dinheiro, coisa fungível. Em segundo lugar, estabelece que o fato descrito constitui delito de mera conduta, não sendo necessária a existência de prejuízo efetivo para a sua configuração. Conforme o voto do Relator: "E nesse caso, o delito não será puramente patrimonial, (...) mas um delito econômico, de mera conduta, de espectro mais amplo, que não deixa de existir diante da ausência de prejuízo ou do ressarcimento deste".

A decisão é de inegável importância, na medida em que sanciona um delito tipicamente inserido na figura dos "crimes de colarinho branco", de difícil apuração e de rara punição, abrindo perspectivas para o desenvolvimento do Direito Penal Econômico em sua aplicação a administradores de sociedades anônimas.

Finalizando, no presente levantamento incluímos a decisão da CVM no seu Inquérito Administrativo nº 1 referente ao Caso Servix. Trata-se da primeira decisão administrativa aplicando os dispositivos da Lei nº 6.404/76 referentes ao dever de informar (art. 157, § 4º) e ao dever de lealdade (art. 155, § 1º), cujo descumprimento caracteriza o *insider trading,*[21] devendo, portanto, constituir marco importante na institucionalização da responsabilidade de administradores de companhias abertas.

O princípio do *disclosure* (abertura de informações), ampliado pela Lei das S. A., não só se fundamenta em razões de ordem ética, mas possui, também, uma conotação eminentemente econômica. Assim, à idéia de que a informação é importante forma de proteção ao investidor, deve ser acrescentada a noção de que o mercado será tanto mais eficiente na medida em que os valores mobiliários nele transacionados refletirem todas as informações capazes de influir em sua cotação. O princípio do *disclosure,* entretanto, não se completa apenas com a prestação de informações. É necessário, ainda, evitar que as pessoas, por cargo ou posição relacionadas às companhias abertas, possam se beneficiar com o conhecimento de tais informações, em detrimento dos demais investidores. Com base nesse princípio, a Lei nº 6.404/76 procurou, no art. 155, § 1º, combinado com o art. 157, § 4º, combater o *insider trading,* ou seja, as operações realizadas por pessoas que, em virtude de cargo, função ou atividades prestadas, possam ter acesso à informação capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários da companhia, em proveito próprio ou de terceiros.

A eclosão do Caso Servix ocorreu entre 28 e 31 de março de 1978, quando da venda inusitada de suas ações no mercado acionário paulista. Embora os títulos da empresa estivessem, desde o início do ano, sendo transacionados em quantidades e preços crescentes — fato este amplamente divulgado pela imprensa e justificado ante a possibilidade de vir a Servix a ganhar a concorrência aberta pela Companhia Hidro-Elétrica de São Francisco — Chesf — para a execução de obras civis na Barragem e Usina de Itaparica —, a forte pressão vendedora, ao final de março, chegou a elevar, sem maiores explicações, o volume de transações de 796 mil ações no dia 28, para 14,7 milhões de ações, no dia 31. Somente no dia 3 de abril foi comunicado pelo Diretor Financeiro da companhia à Bolsa de Valores de São Paulo, a decisão tomada pela Chesf — e já transmitida à Servix, no próprio dia 28 de março — de anular em definitivo a concorrência. Após a suspensão da negociação das ações na Bolsa de

---

19 "Art. 34 — É vedado às instituições financeiras conceder empréstimos ou adiantamentos:
I — a seus diretores e membros dos conselhos consultivo ou administrativo, fiscais e semelhantes, bem como aos respectivos cônjuges;
§ 1º — A infração ao disposto no inciso I deste artigo constitui crime e sujeitará os responsáveis pela transgressão à pena de reclusão de um a quatro anos, aplicando-se, no que couber, o Código Penal e o Código de Processo Penal".

20 Pedrazzi, Cesare & Costa Jr., Paulo José da. Direito Penal das Sociedades Anônimas. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, 1973, pp. 196-197; Magalhães Noronha. *Direito Penal*, Saraiva, 1971, 6ª ed., 2º vol. p. 460; e Touffait, A. et alii. *Délits e Sanctions dans les Sociétés*. Paris, Sirey, 1973, 2ª ed., p. 259.

21 "Art. 155 (...)
§ 1º — Cumpre, ademais ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários".

"Art. 157 (...)
§ 4º — Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia".

Valores e do levantamento preliminar das operações realizadas no período entre 28 de março (data da anulação da concorrência) e 31 de março (data da suspensão da negociação de ações), ficou constatada a existência durante aquele período de várias transações efetuadas por funcionários e administradores da Servix, com ações da companhia. O fato foi comunicado à Comissão de Valores Mobiliários, a qual deu início ao Inquérito Administrativo.

Os pontos fundamentais analisados no julgamento da CVM abordaram a guarda de sigilo sobre fato relevante e a negociação com valores mobiliários por pessoas que tiveram acesso às informações relevantes. Nesse contexto, o Relator, após enfatizar o princípio da obrigatoriedade da pronta revelação de "informação relevante", já que "(...) o público deve ter oportunidade de pautar suas decisões de investimento pela melhor informação disponível, garantindo a eficiência da alocação de recursos no mercado e reduzindo a possibilidade de que certas pessoas beneficiem-se às custas de outras, através de um acesso privilegiado a informações ainda não divulgadas (...)", estabelece os parâmetros para tal classificação. Assim, a fim de constatar se uma informação é ou não relevante deverá o administrador se posicionar como se fora "um investidor comum e avaliar se a informação afetaria sua decisão em vender, comprar ou permanecer com suas ações".[22] Admitindo também "a possibilidade de existirem razões legítimas para a retenção temporária de informações privilegiadas", conclui o Relator que a guarda de sigilo sobre fato relevante só poderá ocorrer desde que haja plena conscientização "das reais implicações desta omissão" e "seja ela precedida de cuidados compatíveis".

Ressaltando claramente que "não existe qualquer tipo de circunstância em que um administrador da companhia possa negociar ações quando, em virtude do cargo, esteja ele de posse de informações que a outra parte que negociou não estivesse", o Relator finaliza o seu voto, afirmando não ser necessário "que fique demonstrado dolo por parte do administrador ao negociar as suas ações, bastando que ele negocie ações de posse de uma informação relevante que a outra parte não esteja a par, para que ele seja passível de punição por parte da CVM".

Assim, na interpretação adotada pela CVM, basta que se comprove a violação ao dever de lealdade para ficar caracterizada a responsabilidade do administrador. Há, então, a presunção legal da culpa.

Após a decisão final da CVM, aplicando pena de advertência aos diretores — por omissão em não divulgar ao público investidor informação relevante — e pena de multa a seu Diretor Presidente — pela prática de *insider trading* —, o caso foi encaminhado em grau de recurso ao Conselho Monetário Nacional, o qual confirmou a decisão da CVM, e presentemente encontra-se em discussão nos Tribunais, em 3 ações judiciais já julgadas em primeira instância.

Entre as dificuldades que vêm sendo suscitadas na discussão judicial do Caso Servix, destaca-se aquela referente às provas de ocorrência do *insider trading*. Conforme estudo da Superintendência Jurídica da CVM,[23] as características do *insider trading* levam a crer que as presunções devem desempenhar papel relevante para sua comprovação. Assim, o juiz, com base em indícios — como por exemplo, a constatação de compras e vendas de ações de determinada empresa imediatamente antes da revelação de um fato relevante da sociedade por pessoas a ela vinculadas —, deverá concluir por presunção a ocorrência de um ato ilícito. Entretanto, como se poderá depreender dos casos a serem analisados, tal não tem sido o entendimento da maior parte dos magistrados.

Na sentença proferida pelo juiz da 9ª Vara Federal, a 10 de setembro de 1980, foi anulada a decisão tomada pela Comissão de Valores Mobiliários no Inquérito Administrativo nº 1/78, em relação ao Presidente da Servix, por entender o magistrado não haver ficado comprovada a má fé do autor, havendo inclusive, em sentido contrário, "documento oficial demonstrando que a notícia só chegara ao seu conhecimento depois que havia determinado a venda das ações (...)". Considerando, pois, que o ponto fundamental da discussão girava "(...) em torno de saber se, na verdade, o autor tivera conhecimento da anulação da concorrência a tempo de sustar a venda das ações da Servix-Engenharia, das quais era portador de grande número (...)", entendeu o magistrado, com base na documentação apresentada, que "(...) se a comunicação oficialmente só chegou ao conhecimento do autor em 06/04/78, não há como provar-se, por ouvir dizer, que essa mesma comunicação tivesse chegado em 28/03/78 para, com essa suposição, descarregar-se, sobre o autor, a pecha de desonestidade na administração das ações da Servix, expondo-as a venda ao público na Bolsa de Valores (...)". Verificou-se, pois, que a fundamentação adotada por este juiz diverge substancialmente da utilizada pelo Colegiado da CVM, a qual, considerando irrelevante "(...) sa-

[22] Este foi o teste adotado pela jurisprudência norte-americana, a partir do Caso Texas Gulf, na definição de *material information*, para efeito de aplicação da Rule 10 B-5. *Material information* é uma informação levada em conta por um investidor comum para a compra, venda ou manutenção de ações, ou que provoca impacto sobre o mercado de ações. Veja, a propósito, Castro, Helio O. Portocarrero de & Eizirik, Nelson Laks. *Regulação e Controle do Mercado de Capitais (o papel da SEC na experiência norte-americana)*, Rio de Janeiro, IBMEC, 1974, pp. 38-41.

[23] Parente, Norma J. Aspectos jurídicos do *insider trading*. Estudos da Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, *Legis Bancos*, Informativo CVM, Parte. 4.

ber quando oficialmente os administradores tiveram conhecimento da anulação da concorrência de Itaparica (...)", estabelece como princípio básico para a configuração do *insider trading* o fato de não existir "(...) qualquer tipo de circunstância em que um administrador de companhia possa negociar ações quando em virtude de seu cargo esteja ele de posse de informações que a outra parte que negociou não estivesse (...)".

Da mesma forma, são absolutamente divergentes as decisões proferidas nas duas ações ordinárias de perdas e danos, impetradas em São Paulo, por acionistas minoritários, contra o então Presidente da Servix. O juiz da 21ª Vara Cível em sentença de 10/03/80, ao julgar procedente a ação, concluía haver o réu, no caso o Presidente da Servix, violado "(...) o § 1º, do art. 155, e o § 4º, do art. 157, ambos da Lei nº 6.404, de 15/12/76, não divulgando fato relevante ocorrido nos seus negócios que possa influir de modo ponderável na decisão dos investidores do mercado de venda ou compra de valores mobiliários emitidos pela companhia, valendo-se de informação privilegiada para obter para si vantagem mediante venda de valores mobiliários, em detrimento do comprador, no caso, o autor, que teve prejuízo (...)". Por outro lado, o juiz da Primeira Vara Cível, a 13 de novembro do mesmo ano, adotava entendimento bastante divergente. Embora discorrendo sobre os parâmetros legais do *insider trading*, chegando até mesmo a concluir que o § 3º, do art. 158 "(...) é, no plano comercial, irmão gêmeo do art. 159 do Código Civil (...)", decidiu pela improcedência da ação, por não terem os autores logrado provar que o réu praticou o ato lesivo de *insider trading*.

As sentenças mencionadas demonstram as dificuldades ainda encontradas, pelo Poder Judiciário, para o julgamento de casos envolvendo *insider trading*. Com efeito, a absorção, pelos Tribunais, de conceitos novos existentes na regulação do mercado de valores mobiliários mostra-se lenta, centrando-se os julgados em questões basicamente formais, que dificultam o correto entendimento dos prejuízos causados ao mercado de valores mobiliários pela ocorrência de *insider trading*.

ÍNDICE DOS EXTRATOS DE JURISPRUDÊNCIA

JURISPRUDÊNCIA JUDICIAL

1. Acionista (Direito de Fiscalização da Gestão dos Negócios Sociais) 411
2. Ações (Corretagem) 412
3. Ações Nominativas 412
4. Assembléia Geral (Anulação de Deliberação de) 412
5. Capital de S.A. (Reserva de) 412
6. Contrato de Câmbio 413
7. Crime contra a Economia Popular (Usura Pecuniária) 414
8. Diretor de S. A. (Investidura de Cargo) 414
9. Diretor de S. A. (Renúncia de Cargo) 414
10. Instituição Financeira (Liquidação Extrajudicial) 414
11. Lei da Usura (Revogação da) 415
12. Responsabilidade de Administrador de S. A. 416
13. Responsabilidade de Administradores de S.A. (Ação de) 416
14. Responsabilidade Penal de Administrador de S. A. 417

JURISPRUDÊNCIA ADMINISTRATIVA – CVM

1. Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta 417

JURISPRUDÊNCIA JUDICIAL

I – ACIONISTA (DIREITO DE FISCALIZAÇÃO DA GESTÃO DOS NEGÓCIOS SOCIAIS)

"Prestação de Contas.
Carência de ação do acionista de sociedade anônima que pretende lhe sejam as contas prestadas em juízo.

(...) [O acionista de sociedade anônima não tem direito de exigir prestação de contas dos diretores, o direito de exigi-las é ato privativo da assembléia geral.] (...) O direito que terá o acionista é de vê-las prestadas anualmente à Assembléia Geral. (...) A interferência na administração social e na fiscalização, o acionista somente pode ter mediante o poder

jurídico dos votos de que disponha na Assembléia, onde, pode-se dizer, reside a administração suprema da sociedade. (...)"

(Apelação Cível nº 27.641 — Quarta Câmara Cível do Tribunal de Justiça — 23/11/77 — publicada na Revista de Jurisprudência do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul, v. 70, pp. 227-234)

"Ação de prestação de contas. Sociedade Anônima. Aprovados os balanços em assembléias regulares, não podem os sócios, através da referida ação, de âmbito restrito, pedir contas aos administradores.

(...) A ação [é] imprópria, em se tratando de sociedade anônima, com legislação especial (...). Os interessados poderiam ter intentado outra ação, mas nunca a de prestação de contas. (...)"

(Apelação Cível nº 29.230 — Terceira Câmara Cível do Tribunal de Justiça — 1/12/77 — publicada na Revista de Jurisprudência do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul, v. 70, pp. 353-354)

2 – AÇÕES (CORRETAGEM)

"Contrato de mediação. Corretagem. Direito à Comissão. Devolução.

(...) É inconfundível o contrato de mediação com aquele que visa proporcionar.

Destarte, ainda que rescindido ou desfeito o último, a razão inexiste para a devolução da percentagem recebida.

(...) Recurso Extraordinário [não conhecido]. (...) Insucedeu denegação de vigência do art. 112, parágrafo único, c.c. 38, § 2º, ambos do Decreto-Lei nº 2.627/40, e Resolução nº 76/67, do Banco Central, XIV, letra *b*, 4.

(...) O contrato de mediação é totalmente distinto do contrato principal realizado entre os donos dos negócios. Concluída a aproximação entre as partes, pelo intermediário, e concluído o contrato, resulta líquido o direito à comissão, nada influindo que os donos do negócio se decidam, posteriormente, a desfazer o convencionado. (...) [Na corretagem ou comissão] vigoram os mesmos princípios [da mediação] assistindo direito ao comissário ou corretor, desde o momento em que o *dominus* convenciona o contrato intermediado.

(...) uma coisa é a conclusão do negócio mediado, geradora do direito à comissão pela corretagem. Outra, o desfazimento por distrato desse negócio. São ambas situações jurídicas distintas e inconfundíveis. (...)"

(Recurso Extraordinário nº 83.974 — Segunda Turma do Supremo Tribunal Federal — 1/10/76 — publicado na Revista Trimestral de Jurisprudência, v. 86, pp. 230-234)

3 – AÇÕES NOMINATIVAS

"(...) A transferência *inter vivos* de ações nominativas só se opera, no Direito brasileiro, pelo termo da transferência lavrado no livro próprio e assinado pelo cedente e cessionário, ou seus legítimos representantes.

(...) O Título representativo da propriedade de ações nominativas não é título de crédito passível de ser negociado, não tem valor econômico, semelha à escritura de compra e venda de imóvel, transcrita no registro competente, por isso a sua perda ou destruição não acarreta, necessariamente, prejuízo ao acionista.

(...) O titular de ação nominativa prejudicado pela ilegal transferência feita pela sociedade, só tem ação de nulidade ou de anulação para obter o cancelamento da transferência e a ação de perdas e danos contra a sociedade, se houver culpa desta e comprovar dano. Sentença reformada. Aplicação dos arts. 159 e 1.518, do C.C.; arts. 23, 25, 28, 58 e 91, do Decreto-Lei nº 2.627/40."

(Apelação Cível nº 30.060 — Primeira Câmara Cível do Tribunal de Justiça — 16/5/78 — publicada na Revista de Jurisprudência do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul, v. 71, pp. 395-401)

4 – ASSEMBLÉIA GERAL (ANULAÇÃO DE DELIBERAÇÃO DE)

"Sociedade Anônima — Anulabilidade de ato de Diretoria lesiva aos interesses da sociedade — (...) — Assembléia regularmente convocada, sendo válido o ato da nova diretoria ao propor a ação (...).

Recurso Extraordinário não conhecido.

(...) promover a ação de nulidade [de ato de liberalidade de diretor de sociedade anônima] é matéria de competência (...) [da diretoria], independentemente de qualquer pronunciamento [da Assembléia Geral]. (...)"

(Recurso Extraordinário nº 85.343 — Primeira Turma do Supremo Tribunal Federal — 14/6/76 — Publicada na Revista Trimestral de Jurisprudência, v. 83, pp. 498-500)

5 – CAPITAL DE S. A. (RESERVA DE)

"(...) [De acordo com o disposto no art. 130, § 2º, do Decreto-Lei nº 2.627/40], as importâncias do fundo de reserva não podem ultrapassar, em caso algum, as cifras das pres-

tações chamadas pela sociedade, de sorte que o excedente, por disposição de lei, passa a pertencer aos acionistas. A Assembléia Geral (...) [deve] deliberar apenas sobre a forma em que este excesso deve ser distribuído ao acionista (...).

[No mesmo sentido estabelece o art. 2º da Lei nº 1.474, de 1951, ao considerar] (...) como pertencente aos acionistas os fundos de reservas, (...) [instituindo, ao mesmo tempo, penalidades para as sociedades que transgridirem tais regras]. (...)"

(Recurso Extraordinário (Embargos) nº 82.346 — Sessão Plenária do Supremo Tribunal Federal — 15/7/77 — publicado na Revista Trimestral de Jurisprudência, v. 82, pp. 221-228)

6 — CONTRATO DE CÂMBIO

"Restituição de adiantamentos cambiais. Firma em concordata. Aplicação do § 3º, do art. 75, da Lei nº 4.728, de 1965. Alegação de inconstitucionalidade do dispositivo legal desacolhida (...).

(...) [Inexiste inconstitucionalidade do referido dispositivo]. (...) A Lei nº 4.728 não criou benefício singular nem ofendeu o art. 153, § 1º, da Constituição Federal. (...)"

(Apelação Cível nº 28.884 — Terceira Câmara Cível do Tribunal de Justiça — 6/10/77 — publicada na Revista de Jurisprudência do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul, v. 69, pp. 312-315)

"Lei de Mercado de Capitais — Adiantamento feito por instituição financeira a exportador, por conta do valor do contrato de câmbio. Concordata. (...) Recurso extraordinário não conhecido.

(...) A restituição a que alude o § 3º do art. 75, da Lei nº 4.728, de 14/7/65, não viola o princípio de isonomia (§ 1º, do art. 153 da Constituição Federal).

(...) Ainda que se admita que os adiantamentos feitos pelas instituições financeiras aos exportadores, por conta do valor do contrato de câmbio, tenham, intrinsecamente a natureza de mútuo, não se pode pretender que o § 3º, do art. 75 tenha atribuído a tais adiantamentos um privilégio que só se explicaria pelo tratamento discriminatório em função unicamente da pessoa do credor. Não é isso, com efeito, o que justifica o privilégio em causa. A finalidade evidente do mencionado dispositivo legal foi a de facilitar o financiamento das exportações do país, para cuja política de desenvolvimento é indispensável o estímulo e, conseqüentemente, a ampliação da exportação de seus produtos. Inexiste, pois, tratamento discriminatório entre mutuantes, mas desigualdades resultante do fim econômico a que visa o contrato em questão, e fim econômico esse, cujo interesse público justifica tratamento diverso para o meio que facilita sua consecução. (...)"

(Recurso Extraordinário nº 88.827 — Sessão Plenária do Supremo Tribunal Federal — 15/3/78 — publicado na Revista Trimestral de Jurisprudência, v. 95, pp. 673-676)

(...) A argüida inconstitucionalidade do § 3º, do art. 75 da Lei nº 4.728 inexiste. Trata-se de Lei especial que "disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. (...) [Tal artigo], com a finalidade óbvia de facilitar o financiamento das exportações do país, armou os créditos oriundos de tais adiantamentos sobre o valor do contrato de câmbio, desses privilégios de poderem ser objeto de pedidos de restituição na concordata ou falência do devedor. Assim dispondo, não contrariou nenhum princípio constitucional. (...) A facilidade para aquisição de crédito por parte das empresas exportadoras perante as instituições financeiras não poderia ficar sem salvaguardas adequadas em relação a estas, as instituições financeiras. De um lado, maiores facilidades para os contratos de câmbio, através do adiantamento de créditos e, de outro lado, maiores garantias aos credores. Certamente as empresas exportadoras aplaudiram e consagraram a primeira parte da lei, que lhes é favorável, mas se insurgem contra a eficácia da segunda parte, que é favorável a seus credores no caso de inadimplência dos contratos de câmbio. Não se pode argumentar com a igualdade na primeira parte do dispositivo legal, quando ele é desigual por favorecer as empresas exportadoras conforme o seu fim visado, e pretender desigualdade na ação de restituição quando esta se iguala a desigualdade do adiantamento do crédito através do contrato de câmbio. Ambas as partes, contrapondo-se, igualam-se perante à lei. (...)"

(Recurso Extraordinário nº 88.156 — Primeira Turma do Supremo Tribunal Federal — 2/5/78 — publicado na Revista Trimestral de Jurisprudência, v. 86, pp. 704-708)

"(...) [Inexiste] inconstitucionalidade no texto do art. 75, § 3º da Lei do Mercado de Capitais (...), o qual não fez mais que explicitar (...) [a restituição das importâncias adiantadas em contrato de câmbio], aliás, já prevista pelo art. 76, da Lei de Falências. Por isso incensurável se torna tal disposição, que há de ser entendida como soa. Ou seja: em termos que repelem a tentativa de fazer mero crédito quirografário em falência ou concordata o direito real de propriedade que aos adiantamentos feitos tem as institui-

ções financeiras, depois que positivam pelo protesto a mora dos vendedores de câmbio que com elas pactuaram. (...)"

(Apelação Cível nº 27.261 — Primeira Câmara Cível Especial do Tribunal de Justiça — 28/6/78 — publicada na Revista de Jurisprudência do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul, v. 67, pp. 237-244)

7 – CRIME CONTRA A ECONOMIA POPULAR (USURA PECUNIÁRIA)

"Cobrança de juros excessivos por instituição financeira. O disposto na Súmula nº 596 não exclui a configuração do delito configurado no art. 4º, letra *a*, primeira parte, da Lei nº 1.521/51, [cobrar juros, comissões (...) superiores à taxa permitida por lei] quando excedidos os limites fixados pelo Conselho Monetário Nacional.

(...) a lei penal estabeleceu ser crime cobrar juros e comissões superiores à taxa permitida por lei (...). A Lei que estabelece a disciplina de juros ou comissões é a Lei nº 4.595/64 (...) [que] atribuiu ao Conselho Monetário Nacional limitar taxas de juros, descontos, comissões e qualquer outra forma de remuneração de operações e serviços bancários ou financeiros. (...)"

(Recurso de Habeas Corpus *nº 55.624 — Segunda Turma do Supremo Tribunal Federal — 7/10/77 — publicado na Revista Trimestral de Jurisprudência, v. 83, pp. 772-775)*

8 – DIRETOR DE S. A. (INVESTIDURA DE CARGO)

"(...) Somente a condenação que veda, modo expresso, acesso a cargo público inabilita aos cargos de direção de sociedade. (...)

Se a lei entende inelegíveis para os cargos de direção das sociedades anônimas as pessoas que enumera no § 4º, do art. 116, do Decreto-Lei nº 2.627, não se pode, sob pretexto de que a lei não dispõe no sentido de que, se alguém que incida nos impedimentos ali mencionados for eleito e aceitar o cargo, não poderá deixá-lo, pois não há disposição legal expressa que permita sua destituição. (...)

Não há que se estender a enumeração legal dos impedimentos, pois a mesma é exaustiva. Não há qualquer impedimento legal que vede o acesso a cargos de direção em sociedade anônima a quem foi condenado por crimes que não os enumerados e que não foi atingido por penas acessórias que não as também enumeradas. (...)"

(Apelação Cível nº 29.345 — Segunda Câmara Cível do Tribunal de Justiça — 5/9/79 — publicada na Revista de Jurisprudência do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul, v. 79, pp. 260-268)

9 – DIRETOR DE S. A. (RENÚNCIA DE CARGO)

"(...) Renúncia de Diretor. A renúncia é sempre interpretada restritivamente. A renúncia ao cargo, por força de cláusula inserida no contrato, não significa, necessariamente, renúncia às vantagens pecuniárias decorrentes daquele exercício, pelo tempo em que o diretor cumpriu tais funções. Percepção *pro rata temporis.* (...)"

(Apelação Cível nº 29.241 — Quarta Câmara Cível do Tribunal de Justiça — 30/11/77 — publicada na Revista de Jurisprudência do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul, v. 70, pp. 354-357)

10 – INSTITUIÇÃO FINANCEIRA (LIQUIDAÇÃO EXTRAJUDICIAL)

"Lesão a direito individual. Tutela jurisdicional. Lei contrária ao princípio-garantia fundamental. Argüição de inconstitucionalidade.

(...) Se apesar da norma constitucional, o legislador ordinário criar lei excluindo da apreciação do Poder Judiciário a lesão de direito individual, a lei não obriga o juiz, competindo-lhe aplicar o princípio-garantia constitucional (...) [configura-se tal hipótese com relação ao art. 18, letra *a*, da Lei nº 6.024/74, norma inconstitucional por excluir da tutela jurisdicional lesão a direito individual]."

(Apelação Cível nº 13.900 — Segunda Câmara Cível do Tribunal de Alçada — 29/11/77 — publicada nos Julgados do Tribunal de Alçada do Rio Grande do Sul, v. 29, pp. 235-238)

"Liquidação extrajudicial de instituição financeira. A letra *a*, do art. 18, da Lei nº 6.024, de 13/3/74, não é inconstitucional, de vez que não fere o preceito do § 4º, do art. 153, da Constituição da República, eis que não exclui da apreciação do Poder Judiciário nenhuma lesão a direito individual. Trata-se da intercalação de uma instância administrativa, que suspende temporariamente a apreciação da lesão a direito individual, o que não afronta o citado preceito constitucional.

(...) a norma legal [não conflita] com o preceito constitucional (...) porque a regra da letra *a*, do art. 18, completa-se com o contido no art. 27, da mesma lei (...). Esses dois dispositivos — art. 18, letra *a*, e art. 27 — devem ser conjugados e interpretados harmonicamente, de tal forma que se completem e não se repilam.

(...) a Lei nº 6.024/74, com o processo de liquidação extrajudicial, na verdade instituiu um juízo administrativo, que obrigatoriamente deverá anteceder o juízo comum, expres-

são do Poder Judiciário, mas não excluiu da apreciação do Poder Judiciário a lesão a direito individual. E assim fazendo o legislador ordinário (...) não afrontou o preceito constitucional do § 4º, do art. 153, da Constituição da República (...).

VOTO VENCIDO

(...) A República Federativa dos Estados Unidos do Brasil subscreveu a Declaração Universal dos Direitos do Homem (...) [que] preceitualiza no art. 8º: 'Todo homem tem direito a receber dos tribunais competentes recurso efetivo para os atos que violam os direitos fundamentais que lhes sejam reconhecidos pela Constituição e pela lei'.

Mas o Estado Federal Brasileiro, nestas últimas eras da República, através de alguns atos, afasta-se do histórico e tradicional norte, fixado pela nação, de observância, respeito e cumprimento aos atos institucionais, embora solene e universalmente sanciona-os e compromete-se a executá-los.

Exemplo disso (...) é o escrito no art. 18, letra *a*, da Lei nº 6.024/74, por impossibilitar o efetivo exercício do sacrossanto direito do indivíduo em se defender, perante os 'tribunais competentes', e vetar o 'fazer agir a jurisdição' na proteção de um dos mais elementares direitos do indivíduo, só assegurado, plenamente, nos 'Estados de Direito', por reconhecerem resultar o direito de defesa das eternas leis não escritas, mas impressas na alma, no espírito, na inteligência, no consciente e inconsciente do ser humano sempre em evolução.

VOTO VENCIDO

(...) a declaração de inconstitucionalidade [limita-se] à parte final do art. 18, letra *a*, da Lei nº 6.024, de 13/3/74, especificamente ao tópico: 'Não podendo ser intentadas quaisquer outras, enquanto durar a liquidação'. (...) a suspensão das ações e execuções [não é inconstitucional] pois não (...) [subtrai] da apreciação do Poder Judiciário as lesões de direito individual, tanto que, como é regra do art. 266, do CPC, 'durante a suspensão é defeso praticar qualquer ato; poderá o juiz, todavia, determinar a realização de atos urgentes, a fim de evitar dano irreparável. (...)"

(Argüição de Inconstitucionalidade na Apelação Cível nº 13.900 — Sessão Plenária do Tribunal de Alçada — 18/12/78 — publicada nos Julgados do Tribunal de Alçada do Rio Grande do Sul, v. 30, pp. 124-128)

11 – LEI DA USURA (REVOGAÇÃO DA)

"Lei de Usura — Sua inaplicabilidade às operações e serviços bancários ou financeiros. Desde o advento da Lei nº 4.595, de 31/12/64, os percentuais de juros, descontos, comissões, taxa remuneratória de serviços e outras formas de remuneração de operações e serviços dos estabelecimentos bancários e financeiros não estão mais sujeitas aos limites fixados pela Lei de Usura (Decreto nº 22.626/33), devendo fidelidade exclusiva aos percentuais estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional, conforme Decisão Plenária deste Egrégio Supremo Tribunal Federal, em julgamento do RE nº 78.953, em 5/3/75 (D.J. de 11/4/75, p. 2.307).

(...) Tratando-se (...) de contratos firmados por uma instituição financeira pública, expressamente obrigada aos termos da Lei nº 4.595/64 (art. 1º, nº V, 22 e 24) não (...) [pode] o julgamento da causa apoiar-se no Decreto nº 22.626/33, cujo campo de incidência, a partir da promulgação daquela lei, ficou restrita aos contratos realizados fora do âmbito do Sistema Financeiro Nacional. (...)"

(Recurso Extraordinário nº 85.252 — Primeira Turma do Supremo Tribunal Federal — 31/8/76 — publicado na Revista Trimestral de Jurisprudência, v. 84, pp. 980-982)

"Contrato de financiamento. Legitimidade da cobrança da chamada Comissão de Permanência (Circular nº 88/67, do Banco Central do Brasil).

Revogação do art. 1º, do Decreto nº 22.626/33 pela Lei nº 4.595/64. (...)"

(Recurso Extraordinário nº 81.640 — Segunda Turma do Supremo Tribunal Federal — 6/9/77 — publicado na Revista Trimestral de Jurisprudência, v. 82, pp. 518-521)

"Juros. Inaplicabilidade do Decreto nº 22.626/33, em relação às operações realizadas por instituições de crédito, que integram o sistema financeiro nacional.

(...) Os Estados não (...) [podem] legislar sobre taxas de juros (...) matéria que o art. 4º, inc. IX, da Lei nº 4.595/64, editada com arrimo no art. 8º, X, da Constituição da República, reservou para a exclusiva competência do Conselho Monetário Nacional, ainda que em relação aos estabelecimentos financeiros pertencentes à administração descentralizada dos Estados (...).

VOTO VENCIDO

(...) O Estado, legislando em matéria administrativa (...) pode legitimamente impor às suas autarquias, empresas públicas e sociedades de economia mista (...) tratamento favorecido, em termos de ajuda de dinheiro a baixo custo, ou de outra qualquer espécie. (...)"

(Recurso Extraordinário nº 85.585 — Sessão Plenária do Supremo Tribunal Federal — 10/11/77 — publicado na Revista Trimestral de Jurisprudência, v. 84, pp. 991-995)

"Comissão de permanência. A Comissão de permanência e outros encargos cobrados nas operações realizadas por instituições financeiras ou de crédito já não se acham sob incidência das limitações do Decreto nº 22.626/33, mas, isso sim, as que dispõe a Lei nº 4.595/64, às deliberações do Conselho Monetário Nacional e às limitações e à disciplina do Banco Central do Brasil. (...)"

(Apelação Cível nº 15.646 — Terceira Câmara Cível do Tribunal de Alçada — 14/12/77 — publicada nos Julgados do Tribunal de Alçada do Rio Grande do Sul, v. 26, pp. 221-222)

"(...) Segundo reiterada orientação do STF (...) o art. 9º do Decreto nº 22.626/33 só se aplica aos contratos de mútuo, não alcançando, assim, outros, como o do comodato.

(...) [O Decreto nº 22.626/33], como ressai de suas claras finalidades e do seu mesmo contexto, (...) [coibir a remuneração exagerada do capital] não constitui diploma de aplicação geral. Sua influência, apenas incide nos mútuos de dinheiro que produzem juros. (...)"

(Embargos no Recurso Extraordinário nº 83.189 — Sessão Plenária do Supremo Tribunal Federal — 23/2/78 — publicados na Revista Trimestral de Jurisprudência, v. 87, pp. 155-161)

"(...) Taxa de juros em contrato de mútuo celebrado por estabelecimentos bancários. Competência do Conselho Monetário Nacional. Revogação do art. 1º, do Decreto nº 22.626/33, pela Lei nº 4.595/64.

(...) a disciplinação dos serviços e operações de estabelecimentos bancários e financeiras, inclusive quanto à fixação de limites aos juros, atribuída ao Conselho Monetário Nacional, pela citada Lei nº 4.595, realmente revogou o art. 1º, do Decreto nº 22.626/33.

(...) Quando o próprio governo exige e concede correção monetária, no explícito reconhecimento da desvalorização da moeda; quando delega competência àquele órgão federal para disciplinar juros e comissões em operações e serviços bancários ou financeiros — seria difícil sustentar-se a sobrevivência daquele dispositivo da Lei da Usura, ou, em outros termos, a coexistência das duas disciplinas. (...)"

(Apelação Cível nº 17.685 — Terceira Câmara Cível do Tribunal de Alçada — 24/5/78 — publicada nos Julgados do Tribunal de Alçada do Rio Grande do Sul, v. 29, pp. 338-340)

12 — RESPONSABILIDADE DE ADMINISTRADOR DE S. A.

"Crédito tributário. Dívida de sociedade anônima. Execução contra o respectivo diretor. Improcedência do pedido.

(...) Os diretores das sociedades anônimas devem empregar no exercício das funções os cuidados que usariam na administração dos próprios negócios, mas não são responsáveis pelas obrigações que contraírem em nome da sociedade, mediante atos regulares de gestão — art. 116, § 7º, e 121 do Decreto-Lei nº 2.627/40. Respondem civilmente, porém, pelos prejuízos que causarem, quando procederem com violação da lei ou dos estatutos, dolo ou culpa — art. 121 da lei mencionada (...). [Também o Código Tributário Nacional prevê em seu art. 135, inc. III] (...) que são pessoalmente responsáveis pelos créditos das obrigações tributárias (...) os diretores ou representantes de pessoas jurídicas de direito privado (...) [quando praticarem atos] com excesso de poderes ou infração de lei, contrato social ou estatutos (...).

Todavia, (...) [para apuração e definição da] responsabilidade do diretor de sociedade anônima, (...) [é] necessário (...) o exame dos estatutos e o conhecimento das atribuições que lhe toquem, bem como da falência ou liquidação, quando hajam ocorrido, a fim de que se constate alguma relação com a falta argüida. (...)"

(Apelação Cível nº 44.031 — Segunda Turma do Tribunal Federal de Recursos — 1/12/76 — publicada na Revista do Tribunal Federal de Recursos, v. 55, pp. 126-127)

"(...) [Com relação a responsabilidade dos diretores das sociedades anônimas] (...) pelos débitos das mesmas, (...) é sabido que tanto o Código Tributário Nacional (Lei nº 5.172/66) art. 135, II, como a Lei das Sociedades Anônimas (Decreto-Lei nº 2.627/40), art. 121, I e II, só responsabilizam os diretores ou gerentes pelos atos praticados com excesso de mandato, com dolo, culpa ou com violação da lei. (...) A regra, segundo os dispositivos citados, é que os sócios não respondem pelos débitos da pessoa jurídica de que façam parte. Se não há prova de excesso, não há como (...) [responsabilizar o diretor] pela obrigação da companhia que dirigiu. (...) [Mesmo que tenha dirigido mal a companhia] (...) não faz presumir dolo ou violação da lei. (...)"

(Remessa Ex Officio *nº 45.382 — Terceira Turma do Tribunal Federal de Recursos — 27/2/78 — publicada na Revista do Tribunal Federal de Recursos, v. 60, pp. 71-75)*

13 — RESPONSABILIDADE DE ADMINISTRADORES DE S. A. (AÇÃO DE)

"(...) O Decreto-Lei nº 2.627, de 26/9/40, que dispõe sobre as sociedades por ações, no art. 123, prevê a responsabilidade civil dos diretores da sociedade. Na conformidade desse

dispositivo, (...) compete à sociedade promover a ação de responsabilidade civil contra seus diretores pelos prejuízos diretamente causados ao seu patrimônio, (...) [mas se não a propuser dentro de seis meses, a contar da primeira assembléia geral ordinária,] (...) qualquer acionista poderá promovê-la. (...) [Porém,] em qualquer hipótese, a ação será em proveito da sociedade (...). A ação cabe ao acionista, em caráter pessoal, quando os atos impugnados forem diretamente em detrimento de seu interesse ou patrimônio. Aliás, nesse sentido, é a regra do parágrafo único, do art. 123. Não basta a repercussão indireta ou oblíqua para legitimar o pedido, pelo acionista, que visa pedir indenização em caráter pessoal. (...)"

(Apelação Cível nº 25.418 — Segunda Câmara Cível Especial do Tribunal de Justiça — 11/11/76 — publicada na Revista de Jurisprudência do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul, v. 68, pp. 214-215)

"(...) [A competência para propor ação de responsabilidade dos administradores cabe à companhia, podendo ser proposta por acionistas que representem 5%, no mínimo, do capital social] se a Assembléia Geral (...) [deliberar] pela sua não promoção (art. 159, § 4º, da Lei das Sociedades Anônimas). Compreende-se como negativa da Assembléia Geral as deliberações evasivas, manifestamente protelatórias.

(...) A falta de solução positiva ou negativa expressa, representa efetivamente uma negativa implícita e aí se intitulam ativamente (...) [os acionistas que representem 5% do capital social] para promoverem ação contra os diretores apontados como responsáveis. (...)

VOTO VENCIDO

(...) [A regra do § 4º, do art. 159, da Lei das Sociedades Anônimas é taxativa]. É preciso que a Assembléia delibere negativamente na instauração do procedimento judicial para que possa, então, o grupo minoritário, ou seja, o grupo que detém 5% ou mais do capital social, estar legitimado à pretensão. (...)"

(Agravo de Instrumento nº 31.353 — Quarta Câmara Cível do Tribunal de Justiça — 8/11/78 — publicado na Revista de Jurisprudência do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul, v. 74, pp. 337-342)

14 — RESPONSABILIDADE PENAL DE ADMINISTRADOR DE S. A.

"Crime de abuso na administração de sociedade por ações (...).

(...) [Constitui] crime de mera conduta, [que] dispensa prejuízo concreto para a sua configuração [a utilização, por direito de sociedade] (...) dos bens e haveres sociais em proveito próprio (...) (art. 177, § 1º, III, do Código Penal).

(...) Recurso desprovido, para manter o indeferimento do *habeas corpus.*"

(Recurso de Habeas Corpus *nº 55.929 — Primeira Turma do Supremo Tribunal Federal — 4/4/78 — publicado na Revista Trimestral de Jurisprudência, v. 86, pp. 447-453)*

JURISPRUDÊNCIA ADMINISTRATIVA — CVM

1 — RESPONSABILIDADE DE ADMINISTRADOR DE COMPANHIA ABERTA

"(...) 1. Resolução nº 454 do Conselho Monetário Nacional assegura ampla defesa aos indiciados pela CVM.

2. Uso de informação privilegiada por parte de administrador na negociação das ações da companhia.

3. Dever de informar.

4. Quebra de sigilo.

(...) À administração da companhia cabe exercer um julgamento de valor acerca da relevância dos fatos que ocorreram ou poderão ocorrer e que terão impacto considerável nos seus negócios, com a finalidade de divulgá-los publicamente. (...) Cumpre ao administrador se posicionar como investidor comum fosse, e avaliar se a informação afetaria a sua decisão em vender, comprar ou permanecer com suas ações.

(...) [No caso] não houve intenção dos administradores em desrespeitar a lei, mas o fato é que, ao se omitirem em prestar oportunamente a informação de que eram possuidores no período (...) [crítico], ditos administradores infringiram os preceitos legais que visam criar necessária confiabilidade do mercado de valores mobiliários, dando a oportunidade a pessoas igualmente informadas de se valerem da informação em prejuízo daquelas que não eram conhecedoras da informação.

(...) Não existe qualquer tipo de circunstância em que o administrador da companhia possa negociar ações quando em virtude de seu cargo esteja ele de posse de informações que a outra parte que negociou não estivesse.

Não é necessário que fique demonstrado dolo por parte do administrador ao negociar as suas ações, basta que ele negocie ações de posse de uma informação relevante que a outra parte não esteja a par para que ele seja passível de punição por parte da CVM. (...)"

(Inquérito Administrativo CVM nº 01/78 — 2/2/79 — publicado no Diário Oficial — 13/2/79 — pp. 973-988)

Revista Brasileira de Mercado de Capitais

Rbmec

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

Volume 6 - 1980

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 – Ailton Coentro Filho

Coordenador Editorial – Learte Saint-Clair

Secretária Executiva – Elizabeth Figlino

Supervisão de Comercialização – George Washington Meireles

Supervisão de Comunicação – Luiz Cesar Faro

Supervisão de Editoração – Lilia Zanetti Freire

Revisão de Originais – Elizabeth Figlino, Gratia Maria Dominguez e Rita de Cassia Godoy

Supervisão Tipográfica – Rosy de Freitas Lamas

Revisão Tipográfica – Lucilia Ramalho, Luiz Celso França, Maria Amelia Trabullo, Raquel Correa e Walter Ferreira

Supervisão de Arte e Criação – Francisco Pardelhas

Diagramação e Montagem – Sergio 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$ 400,00
Assinatura Anual – Cr$ 1.100,00 (porte simples)
Cr$ 1.200,00 (porte registrado)
Preços Válidos até 01/7/81

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

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.

CONSELHO DIRETOR

Presidente
João Paulo dos Reis Velloso

Vice-Presidente
Adolpho Ferreira de Oliveira

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

Diretor-Geral
Herculano Borges da Fonseca

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

Índice Geral

em ordem de apresentação

Rbmec n.º 16

ARTIGOS

O Caso Vale: Alienação de Ações de Propriedade da União pelo Regime Especial da Lei nº 4.728/65 — Herculano Borges da Fonseca 4

As Lições do "Caso Vale" — Nelson Laks Eizirik. . . . 12

Do Regime Legal da Venda das Ações de Sociedades de Economia Mista Pertencentes à União Federal — Arnoldo Wald 27

Análise de Desempenho das Sociedades de Investimento — D. L. 1.401 — Miguel Dirceu Fonseca Tavares . . 39

Marketing Financeiro: Uma Classificação para Produtos Bancários — Sergio Proença Leitão. 59

Resenha das Teorias sobre o Mercado de Capitais com Ênfase na Análise Markoviana — Nelio D. Pizzolato . . 69

Testes Preliminares de Eficiência do Mercado de Ações Brasileiro — Carlos José Muniz 80

NOTAS E COMENTÁRIOS

Conflitos da Política Econômica: Um Comentário — Ailton Coentro Filho 96

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 99

RESENHAS

Resenha sobre "Introdução ao Mercado de Capitais" — Paulo Sergio Wrobel 103

Resenha sobre "O Poder Judiciário e a Jurisprudência sobre Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras" — Ariádna Bohomoletz Gaal 105

LEGISLAÇÃO E EXTRATOS DE JURISPRUDÊNCIA

Legislação — Liane Maia Simoni 107

Extratos de Jurisprudência — Ariádna Bohomoletz Gaal e Maria Cristina Vieira de Souza 109

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

Rbmec n.º 17

ARTIGOS

A Política Econômico-Financeira do Governo e Três Problemas Cruciais: Inflação, Balanço de Pagamentos e Crise Energética — Ernane Galvêas 119

A Inflação e o Símbolo Monetário — Herculano Borges da Fonseca 132

A Gestão Monetária na Formação do Estado Nacional — Maria Bárbara Levy e Ana Maria Ribeiro de Andrade 138

Características das Empresas que Utilizaram o Mercado Primário de Ações — Reginaldo Ferreira Pereira e Walter Lee Ness, Jr. 154

Crédito Subsidiado no Brasil — 1967-79 — Marcos Fernandes Machado e Jane Maria Medeiros 172

Um Estudo sobre as Financeiras no Triênio 1965-67 — Julio Sergio G. de Almeida 189

Diversificação Internacional de Risco: Uma Questão em Aberto — Miguel Dirceu Fonseca Tavares 203

Grupos Societários no Sistema Legal da Alemanha — Klaus J. Hopt 221

O Sistema de Mercado Central Norte-Americano — Norman S. Poser 234

NOTAS E COMENTÁRIOS

O Mercado Acionário e os Fundos Fiscais — Octavio Gouvêa de Bulhões 241

Regulamentação das Aplicações das Fundações de Seguridade — Horacio de Mendonça Netto. 243

Aspectos Descritivos do Mercado Futuro de Ações — Luiz Felipe Lins 248

Companhia Unipessoal: A Subsidiária Integral — Felix Ruiz Alonso 252

Análise Empresarial e Liquidez Financeira — A. Lopes de Sá. 257

RESENHAS

Resenha sobre "Oferta Pública de Aquisição de Ações" — Liane Maia Simoni 264

Resenha sobre "Jurisprudência sobre Títulos de Crédito — Cheque" — Álvaro Melo Filho 267

LEGISLAÇÃO — Liane Maia Simoni. 269

JURISPRUDÊNCIA — Nelson Laks Eizirik, Ariádna Bohomoletz Gaal e Maria Cristina Vieira de Souza . . . 273

ANÁLISE CONJUNTURAL FINANCEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS — Walter Lee Ness, Jr. e. Luiz Carlos Ducas Baptista de Aguiar I

Rbmec n.º 18

ARTIGOS

A Controvérsia dos Conglomerados Financeiros: O Caso Brasileiro — Ailton Coentro Filho 293

Evolução Recente do Sistema Financeiro e a Questão dos Conglomerados — Geraldo de Beauclair M. de Oliveira 305

Os Imóveis como Forma de Investimento — Pedro Carvalho de Mello 317

A Influência do Mercado Futuro sobre o Comportamento do Mercado à Vista — Walter Lee Ness, Jr., Miguel Dirceu Fonseca Tavares e José Paulo Teixeira . . . 331

A Evolução Recente do Mercado de Capitais para Decisões Estratégicas e Regulatórias — Ney O. Brito e José C. Menezes 347

Os Valores Mobiliários Brasileiros e a Moderna Teoria Geral dos Títulos de Crédito — Waldirio Bulgarelli . . . 365

NOTAS E COMENTÁRIOS

Considerações sobre o Papel Comercial (*"Commercial Paper"*) — Theophilo de Azeredo Santos 379

Uma Nota sobre o Mercado de Opções — Luiz Carlos da Rocha Paes. 387

Breves Considerações sobre a Cédula de Crédito Industrial — David A. de Souza 397

JURISPRUDÊNCIA — Nelson Laks Eizirik, Ariádna Bohomoletz Gaal e Maria Cristina Vieira de Souza . . . 403

ANÁLISE CONJUNTURAL FINANCEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS — Walter Lee Ness, Jr. e Luiz Carlos Ducas Baptista de Aguiar I

em ordem alfabética por autor

ALMEIDA, Julio Sergio G. — Um Estudo sobre as Financeiras no Triênio 1965-67 (Artigos) . . . . . nº 17 189

ALONSO, Felix Ruiz — Companhia Unipessoal: A Subsidiária Integral (Notas e Comentários) . . . . nº 17 252

BRITO, Ney O. e MENEZES, José C. — A Evolução Recente do Mercado de Capitais para Decisões Estratégicas e Regulatórias (Artigos) . . . . . nº 18 347

BULGARELLI, Waldirio — Os Valores Mobiliários Brasileiros e a Moderna Teoria Geral dos Títulos de Crédito (Artigos) . . . . . nº 18 365

BULHÕES, Octavio Gouvêa de — O Mercado Acionário e os Fundos Fiscais (Notas e Comentários). nº 17 241

COENTRO FILHO, Ailton — Conflitos da Política Econômica: Um Comentário (Notas e Comentários) . . . . . nº 16 96

COENTRO FILHO, Ailton — A Controvérsia dos Conglomerados Financeiros: O Caso Brasileiro (Artigos) . . . . . nº 18 293

EIZIRIK, Nelson Laks — As Lições do "Caso Vale" (Artigos) . . . . . nº 16 12

EIZIRIK, Nelson Laks, GAAL, Ariádna Bohomoletz e SOUZA, Maria Cristina Vieira de — Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) . . . . . nº 17 273

EIZIRIK, Nelson Laks, GAAL, Ariádna Bohomoletz e SOUZA, Maria Cristina Vieira de — Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) . . . . . nº 18 403

FONSECA, Herculano Borges da — O Caso Vale: Alienação de Ações de Propriedade da União pelo Regime Especial da Lei nº 4.728/65 (Artigos). . . . nº 16 4

FONSECA, Herculano Borges da — Inflação e o Símbolo Monetário (Artigos) . . . . . nº 17 132

GAAL, Ariádna Bohomoletz — Sobre "O Poder Judiciário e a Jurisprudência sobre Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras" (Resenhas). . . . . nº 16 105

GAAL, Ariádna Bohomoletz e SOUZA, Maria Cristina Vieira de — Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) . . . . . nº 16 109

GALVÊAS, Ernane — A Política Econômico-Financeira do Governo e Três Problemas Cruciais: Inflação, Balanço de Pagamentos e Crise Energética (Artigos) . . . . . nº 17 119

HOPT, Klaus J. — Grupos Societários no Sistema Legal da Alemanha (Artigos) . . . . . nº 17 221

LEITÃO, Sergio Proença — *Marketing* Financeiro: Uma Classificação para Produtos Bancários (Artigos) . . . . . nº 16 59

LEVY, Maria Bárbara e ANDRADE, Ana Maria Ribeiro de — A Gestão Monetária na Formação do Estado Nacional (Artigos) . . . . . nº 17 138

LINS, Luiz Felipe — Aspectos Descritivos do Mercado Futuro de Ações (Notas e Comentários) . . nº 17 248

MACHADO, Marcos Fernandes e MEDEIROS, Jane Maria — Crédito Subsidiado no Brasil — 1967-79 (Artigos) . . . . . nº 17 172

MELLO, Pedro Carvalho de — Os Imóveis como Forma de Investimento (Artigos). . . . . nº 18 317

MELO FILHO, Álvaro — Sobre "Jurisprudência sobre Títulos de Crédito — Cheque" (Resenhas) . . . nº 17 267

MENDONÇA NETTO, Horacio de — Regulamentação das Aplicações das Fundações de Seguridade (Notas e Comentários) . . . . . nº 17 243

MUNIZ, Carlos José — Testes Preliminares de Eficiência do Mercado de Ações Brasileiro (Artigos) . nº 16 80

NESS, JR., Walter Lee — Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas . . . . . nº 16 I

NESS, JR., Walter Lee e AGUIAR, Luiz Carlos Ducas Baptista de — Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas . . . . . nº 17 I

NESS, JR., Walter Lee e AGUIAR, Luiz Carlos Ducas Baptista de — Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas . . . . . nº 18 I

NESS, JR., Walter Lee e FERREIRA, Reginaldo Pereira — Características das Empresas que Utilizaram o Mercado Primário de Ações (Artigos) . . . . . nº 17 154

NESS, JR., Walter Lee, TAVARES, Miguel Dirceu Fonseca e TEIXEIRA, José Paulo — A Influência do Mercado Futuro sobre o Comportamento do Mercado à Vista (Artigos) . . . . . nº 18 331

OLIVEIRA, Geraldo de Beauclair M. de — Evolução Recente do Sistema Financeiro e a Questão dos Conglomerados (Artigos) . . . . . nº 18 305

PAES, Luiz Carlos da Rocha — Uma Nota sobre o Mercado de Opções (Notas e Comentários). . . nº 18 387

PIZZOLATO, Nelio D. — Resenha das Teorias sobre o Mercado de Capitais com Ênfase na Análise Markoviana (Artigos) . . . . . nº 16 69

POSER, Norman S. — O Sistema de Mercado Central Norte-Americano (Artigos) . . . . . nº 17 234

SÁ, A. Lopes de — Análise Empresarial e Liquidez Financeira (Notas e Comentários) . . . . . nº 17 257

SANTOS, Theophilo de Azeredo — Considerações sobre o Papel Comercial (*"Commercial Paper"*) (Notas e Comentários) . . . . . nº 18 379

SIMONI, Liane Maia — Legislação (Legislação e Jurisprudência) . . . . . nº 16 107

SIMONI, Liane Maia — Legislação (Legislação e Jurisprudência) . . . . . nº 17 269

SIMONI, Liane Maia — Resenha sobre "Oferta Pública e Aquisição de Ações" (Resenhas) . . . . . nº 17 264

SOUZA, David A. de — Breves Considerações sobre a Cédula de Crédito Industrial (Notas e Comentários) . . . . . nº 18 397

TAVARES, Miguel Dirceu Fonseca — Análise de Desempenho das Sociedades de Investimento — D.L. 1.401 (Artigos) . . . . . nº 16 39

TAVARES, Miguel Dirceu Fonseca — Diversificação Internacional de Risco: Uma Questão em Aberto (Artigos) . . . . . nº 17 203

VÁRIOS AUTORES — 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" (Notas e Comentários) . . . . . nº 16 99

WALD, Arnoldo — Do Regime Legal da Venda das Ações de Sociedades de Economia Mista Pertencentes à União Federal (Artigos) . . . . . nº 16 27

WROBEL, Paulo Sergio — Sobre "Introdução ao Mercado de Capitais" (Resenhas) . . . . . nº 16 103

Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas

Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas

Walter Lee Ness, Jr.
Luiz Carlos Ducas Baptista de Aguiar *

INTRODUÇÃO

Apresentamos neste número da Rbmec dados comparativos sobre os índices de desempenho financeiro de um total de 171 companhias abertas não-financeiras registradas em bolsas de valores.

Neste estudo voltamos a apresentar os indicadores para instituições financeiras com balanços semestrais encerrados em junho de 1980. Vale frisar que, apesar de aumentarmos o número dessas empresas — 71 para 80 —, os resultados agregados não sofreram significativas alterações; portanto, as conclusões da análise feita para estas instituições, no número anterior da Rbmec, continuam válidas.

Quanto às empresas não-financeiras, incluídas neste estudo, foram consideradas aquelas com balanços semestrais encerrados entre maio e outubro de 1980, comparados com balanços semestrais encerrados no mesmo período, em 1979. Quando alguma empresa encerra seu balanço anual, dentro deste período, seu demonstrativo de lucros e perdas sofre um ajuste para ser transformado em demonstrativo semestral, conforme exemplo abaixo:

+ Demonstrativo de resultado do exercício encerrado em 31.07.80
- Demonstrativo de resultado do semestre encerrado em 31.01.80

= Demonstrativo de resultado do semestre encerrado em 31.07.80

Na segunda parte deste trabalho, que se encontra dividido em itens referentes às medidas de crescimento, de rentabilidade e de estrutura financeira, analisaremos o desempenho das empresas não-financeiras agrupadas por controle acionário e por setor de atividades.

Na terceira e última parte apresentamos tabelas ilustrativas da distribuição de freqüência dos principais indicadores financeiros, bem como quadros contendo 33 indicadores financeiros para instituições financeiras e empresas não-financeiras.

---

* Walter Lee Ness, Jr. é Pesquisador Sênior do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais — IBMEC — e Professor Associado de Administração de Empresas da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro; Luiz Carlos Ducas Baptista de Aguiar é Assistente de Pesquisa do mesmo Instituto.

Os autores agradecem a Angela Cristina Beaklini, Jussara Roedel Alves de Carvalho Tahir, Luis Fernando de Souza Magalhães, Paulo Roberto de Queiroz, Ronaldo Borges da Fonseca e Margareth Rodrigues Feijó pelo trabalho de coleta de dados. Registram também os excelentes trabalhos de revisão e supervisão de editoração, por Lilia Zanetti Freire, 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.

É importante ressaltar que utilizamos nos quadros as seguintes convenções:

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	E
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
16	Não Relevante	NR
17	Não Disponível	ND
18	Pagamento de Dividendos Anual em Maio/Outubro	▲
19	Receitas Financeiras Líquidas ou Despesas Financeiras Nulas	L

EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS: RESULTADOS DO SEMESTRE ENCERRADO ENTRE MAIO E OUTUBRO DE 1980

MEDIDAS DE CRESCIMENTO

Uma vez que nossos dados originais não foram deflacionados, isto é, não se encontram sobre uma mesma base de preços, as medidas de crescimento obtidas são nominais, portanto, para obtermos uma melhor avaliação dessas medidas, devemos compará-los com a inflação ocorrida no período. A seguir, apresentamos uma tabela auxiliar, contendo as diversas taxas de inflação medidas entre os períodos findo no intervalo de maio a outubro de 1979 e maio a outubro de 1980.

Taxas de Inflação para as Diversas Datas de Encerramento de Balanços

Datas	Nº de Empresas que Encerraram Balanços nas Diversas Datas	Inflação Medida em %	
		Média do Semestre[1]	Fim do Período[2]
31/05/80	4	85	95
30/06/80	115	88	99
31/07/80	34	93	107
31/08/80	8	97	109
30/09/80	9	101	104
31/10/80	1	104	109
Média Ponderada[3]	$\Sigma = 171$	90	101

Notas:

1 Taxa de inflação considerada, para comparação de dados dos demonstrativos de resultado, é determinada pela divisão da média do índice de preços no semestre atual com a do semestre equivalente do ano anterior.

2 Taxa de inflação considerada, para comparação de dados de balanços, é determinada pela divisão do IGP no final do período pelo IGP do início do período.

3 Média ponderada — taxa de inflação considerada, para comparação das medidas agregadas, obtida através da seguinte fórmula:

$$\text{Média Ponderada} = \frac{\Sigma r_i \cdot n_i}{n},$$

sendo:

i = data de encerramento do balanço no período 31/5/80 a 31/10/80;

r_i = taxa de inflação medida em uma data i qualquer;

n_i = número de empresas que encerraram balanços na data i; e

n = número total de empresas não-financeiras na amostra.

De um modo geral, as empresas não-financeiras que compõem a amostra neste estudo — 171 no total — apresentaram resultados compatíveis com a inflação observada (90%), pois apresentaram crescimentos nominais em lucro líquido de 90% e receitas operacionais de 119%.

Embora as empresas estatais tenham apresentado um acentuado aumento em receitas operacionais (138%), resultado este que as coloca em primeiro lugar quanto ao crescimento de vendas (veja Quadro 1), revelam o menor crescimento nominal em lucro líquido (79%). Este comportamento deve-se aos aumentos ainda maiores em custos operacionais e ao fato dessas empresas utilizarem recursos externos para financiamento em larga escala. Tais empresas portanto devem estar sofrendo os reflexos da maxidesvalorização do cruzeiro ocorrida em dezembro de 1979 e da alta das taxas de juros no mercado internacional nos primeiros meses de 1980, acarretando despesas financeiras bastante elevadas.

As empresas nacionais privadas, que representam aproximadamente 81% do número de empresas que compõem nossa amostra, apresentaram resultados que indicam crescimento altamente favorável, pois obtiveram aumento de 104% em receitas operacionais e 116% em lucro líquido. Este aumento agregado foi aparentemente suficiente para compensar a inflação.

Dado que a correção monetária em 1980 foi bem inferior à inflação, o lucro líquido apurado, para a maioria das empresas, está superestimado. Se a quota de depreciação, contabilizada no exercício social, assim como a correção simultânea do ativo permanente e patrimônio líquido — no caso de saldo devedor — forem determinadas sobre valores corrigidos monetariamente por índices mais próximos à inflação, esses resultados seriam aumentados e, por conseguinte, a parcela a deduzir do lucro seria maior. Conseqüentemente, o lucro líquido (e o imposto de renda devido) seria menor. Sendo assim, o lucro líquido divulgado pelas empresas teria que ser ajustado para dar uma estimativa mais precisa do desempenho do lucro real.

QUADRO 1 — Resumo das Medidas de Crescimento Nominal — Semestres Findos entre 05.79/10.79 e 05.80/10.80[a]

Discriminação dos Principais Grupos	Δ Receita Operacional 80/79[b]	Discriminação dos Principais Grupos	Δ Lucro Líquido 80/79[b]
TODAS AS EMPRESAS	117	TODAS AS EMPRESAS	93
TIPO		TIPO	
Empr. Não-Fin.	119	Inst. Fin.	102
Inst. Fin.	113	Empr. Não-Fin.	90
CONTROLE		CONTROLE	
Empr. Estatais	138	Inst. Fin. Estatais	155
Inst. Fin. Estatais	131	Empr. Nac. Priv.	116
Empr. Nac. Priv.	104	Empr. Estrangeiras	85
Inst. Fin. Nac. Priv.	98	Empr. Estatais	79
Empr. Estrangeiras	88	Inst. Fin. Nac. Priv.	46
SETOR			
Mineração	173	Mineração	∞
Petróleo e Gás	160	Cimento	271
Outr. Ramos Fin.	144	Comércio	204
Bcos. Com. Estatais	131	Química	175
Transporte	131	Mad. Pap. Gráf. Móv.	173
Hot. e Turismo	129	Têxtil	161
Têxtil	123	Outr. Ramos Fin.	158
Mad. Pap. Gráf. Móv.	120	Bcos. Com. Estatais	155
Ind. Diversas	120	Metalurgia	143
Química	119	Ind. Diversas	141
Bcos. Investimento	111	Serv. Diversos	139
Metalurgia	109	Eletricidade	123
Comércio	104	Mat. Elétrico	99
Outr. Prod. Min. N. Met.	103	Mat. Transporte	93
Siderurgia	99	Const. Imob.	87
Cimento	98	Hot. e Turismo	79
Bcos. Com. Privados	94	Bcos. Investimento	67
Eletricidade	92	Prod. Alim. Beb. Fumo	65
Mat. Elétrico	91	Outr. Prod. Min. N.Met.	63
Prod. Alim. Beb. Fumo	90	Bcos. Com. Privados	46
Finaneiras	78	Petróleo e Gás	44
Ind. Mecânicas	77	Comunicações	37
Mat. Transporte	71	Financeiras	20
Comunicações	68	Transporte	(33)[c]
Const. Imob.	45	Ind. Mecânica	(34)[c]
Serv. Diversos	(8)[c]	Siderurgia	(103)[c]

Notas:

[a] Devido à escassez de informações, não foi possível apresentar os resultados do desempenho de dividendos e investimentos em imobilizado.

[b] Os dados se referem aos primeiros semestres em 1980 e 1979.

[c] Os parênteses indicam valores negativos.

Para as empresas de controle estrangeiro os resultados observados foram os únicos que se mantiveram uniformemente abaixo da inflação: aumentos de 88% para receitas operacionais e 85% para lucro líquido. Este desempenho talvez evidencie uma política administrativa mais conservadora, que incorra em menores riscos dada a imprevisibilidade da economia brasileira na conjuntura atual.

A nível setorial, verificamos que dos 21 setores de indústrias e serviços, 10 apresentaram ambas as taxas de crescimento de receitas operacionais e de lucro líquido superiores à inflação. Estes setores são apresentados em ordem decrescente por lucros líquidos: Mineração, Cimento, Comércio, Química, Produtos de Madeira, Têxtil, Metalurgia, Indústrias Diversas, Eletricidade e Material Elétrico.

Os dados semestrais sobre dividendos pagos e investimentos em imobilizado são escassos porque muitas empresas não-financeiras só pagam dividendos anuais e muitas outras não apresentam demonstrativos de origens e aplicações de recursos no balanço semestral — fonte dos dados, aqui utilizada, sobre investimentos em imobilizado.

Somente 57 empresas não-financeiras apresentaram dados sobre dividendos pagos relativos aos primeiros semestres de 1979 e 1980. Neste total estão incluídas algumas

empresas que encerraram o exercício entre maio e outubro e somente divulgaram dividendos referentes ao exercício. Para as empresas com dados disponíveis, o aumento em dividendos foi de 57,7% entre os primeiros semestres de 1979 e 1980, portanto, bastante inferior à taxa de inflação entre os períodos.

É também pequeno o número de empresas não-financeiras (52) que apresentaram demonstrativos de origens e aplicações de recursos, para o primeiro semestre de 1979 e 1980, contendo dados sobre investimentos no ativo imobilizado. Para estas empresas, o aumento entre o primeiro semestre de 1979 e 1980 foi de 43,3%, também abaixo da taxa inflacionária.

MEDIDAS DE RENTABILIDADE

Os indicadores de rentabilidade, apresentados resumidamente no Quadro 2, são fundamentais para uma melhor compreensão do desempenho global das empresas. Tais indicadores representam desempenho relativo, isto é, relacionam lucros com medidas de capital (patrimônio líquido) e com uma medida de faturamento (receitas operacionais).

QUADRO 2 — Resumo das Medidas de Rentabilidade — Semestres Findos entre 05.79/10.79 e 05.80/10.80

Discriminação dos Principais Grupos	Lucro Líq. Semestral/ Patr. Líq.			Discriminação dos Principais Grupos	Lucro Líq./ Rec. Oper.		
	79	80	Δ		79	80	Δ
TODAS AS EMPRESAS	5,6	6,6	1,0	TODAS AS EMPRESAS	9,2	8,2	(1,0)
TIPO				TIPO			
Inst. Fin.	6,4	8,9	2,5	Empr. Não-Fin.	9,9	8,6	(1,3)
Empr. Não-Fin.	5,3	5,9	0,6	Inst. Fin.	7,9	7,5	(0,4)
CONTROLE				CONTROLE			
Empr. Estrangeiras	9,8	11,0	1,2	Inst. Fin. Estatais	8,4	9,3	0,9
Inst. Fin. Estatais	5,4	9,6	4,2	Empr. Estatais	12,1	9,1	(3,0)
Empr. Nac. Priv.	7,5	9,2	1,7	Empr. Nac. Priv.	7,6	8,0	0,4
Inst. Fin. Nac. Priv.	7,9	7,7	(0,2)	Empr. Estrangeira	8,2	8,0	(0,2)
Empr. Estatais	4,3	4,5	0,2	Inst. Fin. Nac. Priv.	7,6	5,6	(2,0)
SETOR							
Ind. Diversas	11,2	15,2	4,0	Serv. Diversos	60,6	156,7	96,1
Têxtil	10,3	14,7	4,4	Comunicações	43,2	35,2	(8,0)
Metalurgia	9,1	12,1	3,0	Eletricidade	23,2	26,9	3,7
Mad. Pap. Gráf. Móv.	9,3	11,9	2,6	Mineração	(0,4)	20,9	21,3
Mat. Elétrico	10,2	11,4	1,2	Hot. e Turismo	21,6	16,9	(4,7)
Mat. Transporte	10,2	11,3	1,1	Têxtil	12,5	14,7	2,2
Serv. Diversos	8,7	11,3	2,6	Cimento	7,8	14,6	6,8
Química	6,7	10,8	4,1	Mad. Pap. Gráf. Móv.	8,3	10,4	2,1
Mineração	(0,1)	10,3	10,4	Metalurgia	8,7	10,1	1,4
Hot. e Turismo	9,9	10,2	0,3	Prod. Alim. Beb. Fumo	10,9	9,5	(1,4)
Bcos. Com. Estatais	5,4	9,7	4,3	Química	7,5	9,4	1,9
Prod. Alim. Beb. Fumo	9,9	9,6	(0,3)	Bcos. Com. Estatais	8,4	9,3	0,9
Comércio	5,4	9,7	4,3	Outr. Prod. Min. N. Met.	11,3	9,1	(2,2)
Bcos. Investimento	8,5	9,5	1,0	Ind. Diversas	8,3	9,1	0,8
Cimento	3,6	8,7	5,1	Mat. Elétrico	7,7	8,0	0,3
Outr. Prod. Min. N. Met.	8,7	8,3	(0,4)	Mat. Transporte	6,6	7,4	0,8
Outr. Ramos Fin.	5,2	8,0	2,8	Ind. Mecânica	16,4	6,1	(10,3)
Const. Imob.	6,3	7,8	1,5	Bcos. Com. Privados	7,9	5,9	(2,0)
Financeiras	9,5	7,7	(1,8)	Bcos. Investimento	6,8	5,4	(1,4)
Bcos. Com. Privados	7,5	7,4	(0,1)	Const. Imob.	4,0	5,2	1,2
Comunicações	7,3	6,4	(0,9)	Financeiras	7,0	4,7	(2,3)
Petróleo e Gás	6,5	5,7	(0,8)	Comércio	3,0	4,5	1,5
Ind. Mecânica	11,3	4,8	(6,5)	Outr. Ramos Fin.	3,8	4,1	0,3
Transporte	10,6	4,1	(6,5)	Petróleo e Gás	7,0	3,9	(3,1)
Eletricidade	3,0	3,9	0,9	Transporte	6,6	1,9	(4,7)
Siderurgia	6,2	(0,1)	(6,3)	Siderurgia	12,3	(0,2)	(12,1)

Em agregado, a relação lucro/patrimônio líquido médio aumentou de 5,3% no primeiro semestre de 1979 para 5,9% no período correspondente de 1980. Este aumento contrasta com a queda da margem sobre vendas de 9,9% para 8,6%. Os resultados contrastantes podem ser explicados por 2 fatores: o aumento na relação receitas operacionais/ativo total, de 25% para 28%, e o aumento no grau de endividamento (exigíveis/patrimônio líquido) de 94% para 128%.

Embora as empresas controladas por capital estrangeiro tenham revelado um desempenho pouco expressivo em termos de medidas de crescimento, foram as que obtiveram as melhores taxas semestrais de rentabilidade sobre capital de risco aplicado — o patrimônio líquido médio — tanto para este ano quanto para o ano anterior, apresentando percentuais de 11% e 9,8%, respectivamente.

As empresas nacionais privadas tiveram uma rentabilidade semestral de 9,3%, representando um acréscimo de 1,7% com relação ao período anterior. Quanto à empresas estatais, embora tenham apresentado as melhores margens líquidas — 19,1%, 12,1% e 9,1%, respectivamente para os primeiros semestres de 1978, 1979 e 1980 — continuam mostrando os menores índices de rentabilidade sobre o patrimônio líquido médio.

Entre os setores, a maior margem de lucros continua pertencendo a serviços diversos, o que pode ser justificado pelo fato de a maioria das empresas pertencentes a este setor serem companhias de administração e participação com atividades operacionais inexpressivas, proporcionando então lucros elevados em relação às suas receitas operacionais. Outros setores que melhoraram significativamente suas margens de lucros foram mineração — com diferencial positivo de 21,3% — e cimento — apresentando também um diferencial positivo de 6,8%.

O único setor a apresentar prejuízo (de 69 milhões de cruzeiros) foi o setor siderúrgico que, devido ao seu grande efeito multiplicador na economia, foi escolhido pelo governo como setor chave para uma política de forte controle de preços.

MEDIDAS DE ESTRUTURA FINANCEIRA

Interpretando os indicadores de estrutura financeira, (Quadro 3) de maneira agregada, concluímos que as empresas nacionais privadas são as que apresentaram estrutura financeira mais conservadora no período analisado, visto que registraram o menor grau de endividamento e que, apesar de 67% de seus exigíveis serem de curto prazo, podem saldar esses compromissos com relativa folga, pois sua capacidade de pagamento neste espaço de tempo, medido pelo índice de liquidez corrente, é de Cr$ 146,00 de ativo circulante para cada Cr$ 100,00 devidos no curto prazo. Deve-se notar também que foi o único grupo a mostrar um diferencial positivo para o índice cobertura de despesas financeiras, passando de 138% no primeiro semestre de 1979 — para 330%, no período atual.

A situação observada para o grupo de empresas de controle estrangeiro revelou uma leve deterioração, se comparada com a estrutura apresentada no período anterior: o grau de endividamento aumentou de 80% para 93%, a proporção do exigível de longo prazo diminuiu de 17% para 15%, a cobertura de despesas financeiras decresceu de 500% para 450% e a liquidez corrente de 145% para 133%.

O agravamento mais importante registrado na situação dos índices de estrutura financeira ocorreu com as empresas estatais. Seu grau de endividamento aumentou de 98% em junho de 1979 para 142% em junho de 1980, devido à maxidesvalorização do cruzeiro em dezembro de 1979, às limitações na capacidade de gerar lucros para reinvestir e às restrições de acesso ao mercado de capitais nacional. O aumento na proporção de seus exigíveis de curto prazo aos exigíveis totais de 29% para 42% sugere que ocorreu adiamento de pagamentos aos fornecedores e outros credores. Seu índice de liquidez corrente também caiu significativamente, de 119% para 96%.

Nenhum setor logrou, simultaneamente reduzir seu grau de endividamento, aumentar a proporção de exigíveis de longo prazo, e melhorar seus índices de cobertura financeira e liquidez corrente. Somente 6 de 21 setores mostraram uma queda no grau de endividamento (serviços diversos, produtos de madeira, material elétrico, cimento, metalurgia e mineração). Um aumento na proporção de exigíveis de longo prazo foi obtido somente em empresas de construção e imobiliária e transporte aéreo; aumentos no índice de liquidez corrente foram observados nos setores de construção e imobiliária e serviços diversos.

O mercado de capitais foi utilizado intensamente, no primeiro semestre de 1980, especialmente por empresas não-financeiras. Os aumentos de capital feitos por empresas privadas via subscrição de ações na amostra atingiram a cifra de Cr$ 6,9 bilhões, 155% mais do que no primeiro semestre de 1979. Em contraste, as empresas estatais aumentaram suas subscrições em somente 57,6% alcançando um montante de Cr$ 5,9 bilhões no primeiro semestre de 1980. Quanto às instituições financeiras, o volume de subscrições caiu em termos nominais — 13,7% para as empresas privadas e 69,9% para as estatais. No primeiro semestre de 1979, as subscrições de ações de instituições financeiras alcançaram 75,6% das subscrições realizadas por empresas não-financeiras. No período correspondente de 1980, esta relação caiu para 28,8%, indicando um redirecionamento do mercado primário de ações de atividades financeiras para atividades reais de controle privado.

QUADRO 3 — Resumo das Medidas de Estrutura Financeira de Empresas Não-Financeiras — Semestres Findos entre 05.79/10.79 e 05.80/10.80

(em %)

Discriminação dos Principais Grupos	Exigíveis/Patrimônio Líquido			Discriminação dos Principais Grupos	Exigíveis Longo Prazo/Exigíveis Totais			Discriminação dos Principais Grupos	Cobertura de Despesas Financeiras			Discriminação dos Principais Grupos	Liquidez Corrente		
	79	80	Δ		79	80	Δ		79	80	Δ		79	80	Δ
EMPR. NÃO-FIN.	94	128	34	EMPR. NÃO-FIN.	62	53	(9)	EMPR. NÃO-FIN.	143	132	(11)	EMPR. NÃO-FIN.	135	110	(25)
Estatais	98	142	44	Estatais	71	58	(13)	Estrangeiras	500	450	(50)	Nacionais Privadas	164	149	(15)
Estrangeiras	80	93	13	Nacionais Privadas	37	33	(4)	Nacionais Privadas	137	340	203	Estrangeiras	145	133	(12)
Nacionais Privadas	83	90	7	Estrangeiras	17	15	(2)	Estatais	130	97	(33)	Estatais	119	96	(27)
SETOR															
Transporte	131	207	76	Eletricidade	85	80	(5)	Out. Prod. Min. N. Met.	497	690	193	Const. Imob.	231	233	2
Siderurgia	159	200	41	Mineração	72	62	(10)	Química	367	619	252	Hot. e Turismo	220	199	(21)
Petróleo e Gás	73	173	100	Comunicações	60	60	0	Têxtil	547	603	56	Cimento	229	190	(39)
Eletricidade	110	133	23	Siderurgia	67	60	(7)	Serv. Diversos	251	504	253	Out. Prod. Min. N. Met.	212	189	(23)
Comércio	100	130	30	Serv. Diversos	57	50	(7)	Comércio	337	485	148	Têxtil	199	181	(18)
Mat. Elétrico	139	128	(11)	Const. Imob.	37	46	9	Cimento	184	479	295	Ind. Diversas	190	176	(14)
Mat. Transporte	126	128	2	Transporte	43	46	3	Mat. Elétrico	239	473	234	Mat. Elétrico	167	158	(9)
Ind. Diversas	97	110	13	Cimento	51	41	(10)	Ind. Diversas	350	442	92	Química	172	154	(18)
Const. Imob.	87	107	20	Mad. Pap. Gráf. Móv.	41	33	(8)	Prod. Alim. Beb. Fumo	659	363	(296)	Mad. Pap. Gráf. Móv.	169	152	(17)
Ind. Mecânica	79	105	26	Metalurgia	35	28	(7)	Metalurgia	211	332	121	Metalurgia	156	152	(4)
Metalurgia	95	90	(5)	Ind. Mecânica	31	28	(3)	Const. Imob.	231	297	66	Ind. Mecânica	167	141	(26)
Química	69	87	18	Química	25	23	2	Mat. Transporte	109	291	182	Comércio	144	131	(13)
Prod. Alim. Beb. Fumo	70	77	7	Out. Prod. Min. N. Met.	25	22	(3)	Mad. Pap. Gráf. Móv.	197	256	59	Mat. Transporte	127	125	(2)
Mineração	76	67	(9)	Mat. Elétrico	24	22	(2)	Ind. Mecânica	375	235	(140)	Petróleo e Gás	138	120	(18)
Mad. Pap. Gráf. Móv.	76	65	(11)	Petróleo e Gás	32	22	(10)	Mineração	69	218	149	Serv. Diversos	139	115	(24)
Comunicações	51	63	12	Mat. Transporte	26	22	(4)	Petróleo e Gás	371	147	(224)	Prod. Alim. Beb. Fumo	129	114	(15)
Hot. e Turismo	42	58	16	Têxtil	19	19	0	Eletricidade	108	76	(32)	Transporte	124	108	(16)
Têxtil	48	55	7	Ind. Diversas	15	11	(4)	Siderurgia	63	49	(14)	Mineração	138	103	(35)
Out. Prod. Min. N. Met.	44	51	7	Prod. Alim. Beb. Fumo	11	10	(1)	Comunicações	181	(66)	(115)	Eletricidade	113	65	(48)
Serv. Diversos	77	37	(40)	Comércio	11	8	(2)	Hot. e Turismo	151	NR	ND	Siderurgia	94	63	(31)
Cimento	40	34	(6)	Hot. e Turismo	NR	NR	NR	Transporte	(153)	(4)	(157)	Comunicações	49	33	(16)

TABELA 1 — Aumento Percentual em Lucro Líquido — 1979/80 — 1º Semestre

%	Número de Empresas		
	Instituições Financeiras	Empresas Não-Financeiras	Total
<0	27	21	48
0 — 20	7	7	14
21 — 40	3	11	14
41 — 54	7	8	15
55 — 70	4	7	11
71 — 100	6	10	16
>100	24	91	115
NR	2	16	18
Total	80	171	251
MEDIDAS AGREGADAS			
1) Consolidado	102	90	93
2) Mediana	44	124	96
3) Média	201,0	332,2	287,7
4) Desvio Padrão	658,7	1.043,7	937,0

TABELA 2 — Aumento Percentual em Receitas Operacionais — 1979/80 — 1º Semestre

%	Número de Empresas		
	Instituições Financeiras	Empresas Não-Financeiras	Total
<0	—	5	5
0 — 20	1	2	3
21 — 40	—	3	3
41 — 54	8	7	15
55 — 70	7	15	22
71 — 100	19	49	68
>100	45	87	132
NR	—	3	3
Total	80	171	251
MEDIDAS AGREGADAS			
1) Consolidado	113	119	117
2) Mediana	104,5	90	102
3) Média	120,5	123,4	122,5
4) Desvio Padrão	84,5	177,0	153,2

TABELA 3 – Aumento Percentual em Dividendos – 1979/80 – 1º Semestre

%	Número de Empresas		
	Instituições Financeiras	Empresas Não-Financeiras	Total
< 0	6	3	9
0 – 20	9	9	18
21 – 40	10	7	17
41 – 54	11	2	13
55 – 70	7	5	12
71 – 100	12	11	23
> 100	13	19	32
NR	4	1	5
ND	8	114	122
Total	80	171	251
MEDIDAS AGREGADAS			
1) Consolidado	44	9	36
2) Mediana	51,5	87	62,5
3) Média	65,2	87,2	75,1
4) Desvio Padrão	87,1	83,2	85,7

TABELA 4 – Taxa de Rentabilidade – 1979/80 (Luc. Líq./Patr. Líq.) – 1º Semestre

%	Número de Empresas					
	Instituições Financeiras		Empresas Não-Financeiras		Total	
	79	80	79	80	79	80
<0	–	2	14	13	14	15
0 – 10	64	62	103	73	167	135
11 – 20	15	13	39	62	54	75
21 – 30	1	1	13	17	14	18
31 – 40	–	2	2	3	2	5
41 – 50	–	–	–	2	–	2
>50	–	–	–	–	–	–
NR	–	–	–	1	–	1
ND	–	–	–	–	–	–
Total	80	80	171	171	251	251
MEDIDAS AGREGADAS						
1) Consolidado	6,4	8,9	5,3	5,9	5,6	6,6
2) Mediana	6,4	6,6	7,8	10,3	7,5	9,0
3) Média	7,3	7,3	8,1	11,2	7,9	10,0
4) Desvio Padrão	4,4	9,1	9,6	9,5	8,3	9,5

TABELA 5 – Margem de Lucro – 1979/80 (Luc. Líq./Rec. Oper.) – 1º Semestre

%	Número de Empresas					
	Instituições Financeiras		Empresas Não-Financeiras		Total	
	79	80	79	80	79	80
<0	–	2	15	15	15	17
0 – 3,0	22	30	30	16	52	46
3,1 – 6,0	19	25	29	28	48	53
6,1 – 9,0	21	13	25	30	46	43
9,1 – 12,0	6	4	21	27	27	31
12,1 – 16,0	7	3	16	22	23	25
16,1 – 20,0	2	2	12	12	14	14
>20,0	3	1	20	19	23	20
NR	–	–	3	2	3	2
ND	–	–	–	–	–	–
Total	80	80	171	171	251	251
MEDIDAS AGREGADAS						
1) Consolidado	7,9	7,5	9,9	8,6	9,2	8,2
2) Mediana	5,3	4,1	7,0	8,5	6,5	6,4
3) Média	6,9	4,5	8,3	17,1	7,9	13,0
4) Desvio Padrão	5,7	6,2	28,8	58,8	23,9	3,6

TABELA 6 – Grau de Endividamento – 1979/80 (Exig./Patr. Líq.) – 1º Semestre

%	Número de Empresas Não-Financeiras	
	79	80
0 – 40	26	20
41 – 80	54	55
81 – 100	25	21
101 – 120	16	14
121 – 160	23	30
161 – 200	11	14
201 – 300	11	12
>301	5	4
NR	–	1
Total	171	171
MEDIDAS AGREGADAS		
1) Consolidado	94	128
2) Mediana	87	90
3) Média	102,4	107,1
4) Desvio Padrão	72,9	83,7

TABELA 7 – Proporção de Exigíveis de Longo Prazo – 1979/80 (Exig. L. P./Exig. Total) – 1º Semestre

%	Número de Empresas Não-Financeiras	
	79	80
0 – 10	50	60
11 – 20	37	37
21 – 30	25	22
31 – 40	15	19
41 – 60	29	18
61 – 80	11	12
81 – 100	4	3
NR	–	–
ND	–	–
Total	171	171
MEDIDAS AGREGADAS		
1) Consolidado	62	53
2) Mediana	20	18
3) Média	26,4	23,4
4) Desvio Padrão	22,3	21,0

TABELA 8 — Liquidez Corrente — 1979/80 — 1º Semestre

%	Número de Empresas Não-Financeiras	
	79	80
0 — 60	5	9
61 — 100	17	19
101 — 140	52	51
141 — 180	41	50
181 — 220	26	21
221 — 260	12	10
261 — 300	8	2
301 — 400	7	6
401 — 500	2	2
501 — 600	1	1
>601	—	—
NR	—	—
ND	—	—
Total	171	171
MEDIDAS AGREGADAS		
1) Consolidado	135	110
2) Mediana	148	143
3) Média	166,5	154,3
4) Desvio Padrão	79,3	77,9

TABELA 9 — Cobertura de Despesas Financeiras — 1979/80 — 1º Semestre

%	Número de Empresas Não-Financeiras	
	79	80
<0	4	6
0 — 50	7	7
51 — 100	9	7
101 — 150	17	13
151 — 200	18	11
201 — 250	18	15
251 — 300	9	11
301 — 400	22	13
401 — 500	9	12
501 — 700	11	22
701 — 1.000	10	19
>1.000	20	21
NR	17	14
Total	171	171
MEDIDAS AGREGADAS		
1) Consolidado	143	132
2) Mediana	273	351
3) Média	551,5	592,8
4) Desvio Padrão	898,9	674,4

TABELA 10 — Ativo Permanente/Patrimônio Líquido — 1979/80 — 1º Semestre

%	Número de Empresas Não-Financeiras	
	79	80
<0	—	1
0 — 40	18	15
41 — 60	30	32
61 — 80	41	47
81 — 100	33	38
101 — 120	21	12
121 — 150	15	13
151 — 200	6	5
>201	7	8
Total	171	171
MEDIDAS AGREGADAS		
1) Consolidado	121	131
2) Mediana	79	77,5
3) Média	96,8	86,5
4) Desvio Padrão	131,2	82,9

TABELA 11 — Investimento Financeiro/Imobilizado Técnico — 1979/80 — 1º Semestre

%	Número de Empresas Não-Financeiras	
	79	80
<0	—	—
0 — 10	60	50
11 — 30	32	36
31 — 50	22	18
51 — 70	15	14
71 — 100	12	19
101 — 200	12	13
>201	18	21
NR	—	—
ND	—	—
Total	171	171
MEDIDAS AGREGADAS		
1) Consolidado	33	32
2) Mediana	20	29
3) Média	437,3	589,8
4) Desvio Padrão	2.540,3	3.209,6

Indicadores Financeiros
das
Companhias Abertas

INDICADORES FINANCEIROS DAS COMPANHIAS ABERTAS – INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

Empresas	Mês	DESEMPENHO DAS COMPANHIAS – SEMESTRES FINDOS ENTRE 05.79/10.79 e 05.80/10.80												
		Receitas Operacionais	VA%	Lucro Líquido	VA%	Dividendos	VA%	Depósitos	VA%	Subscr.	Bonif.	Nº de Ações Fin.	Lucro Líq./Ação	Valor Patrimonial
		80	80/79	80	80/79	80	80/79	80	80/79	80	80	80	80	80
B. COM. ESTATAIS														
01 - B. Amazônia	06	3575	73	22	-57	68	199	9418	65	0	721	1139	0,02	3,64
02 - B. Brasil	06	109286	129	17360	164	5875	53	358740	110	0	18951	29376	0,59	6,17
03 - B. Créd. Real MG	'06	8532	148	65	377	50	66	16544	67	0	315	500	0,13	5,06
04 - B. Est. Amazonas	06	1879	155	26	-33	19	6	5412	185	7	103	122	0,22	6,17
05 - B. Est. Bahia	06	2856	183	307	323	115	263	15616	190	208	285	640	0,48	3,38
06 - B. Est. Ceará	'06	2166	150	43	3100	21	21	3942	131	0	126	195	0,22	4,38
07 - B. Est. Esp. Santo	06'	1628	138	13	-70	24	-21	4719	53	0	195	326	0,04	3,36
08 - B. Est. M. Gerais	06*	4786	106	89	-41	45	28	17302	63	ND	ND	500	0,18	4,54
09 - B. Est. Paraná	06	2648	102	240	822	129	83	16685	130	36	468	975	0,25	3,11
10 - B. Est. SC	06	2367	125	52	1811	38	73	8827	132	19	269	473	0,11	2,70
11 - B. Nordeste	06	10776	119	520	44	188	99	18886	80	0	1200	1875	0,28	5,17
12 - Bandepe	06	5142	138	35	-35	0	-100	9129	188	ND	ND	0	NR	NR
13 - Banerj	06	11221	108	380	1027	125	NR	36433	68	0	951	1559	0,24	3,38
14 - Banespa	06	45204	149	500	84	476	25	68411	60	0	2711	4755	0,11	2,91
Total do Setor	Nº Emp. 14	212065	131	19652	155	7172	56	590065	98	269	26293	42434		
B. COM. PRIVADOS														
15 - B. Agr. M. Gerais	06	313	169	68	732	20	531	2030	115	0	32	41	1,68	5,45
16 - B. América Sul	06	2837	118	81	48	47	48	15201	78	46	236	633	0,13	3,12
17 - B. Ant. Queiroz	06	384	67	11	-9	6	33	1114	70	0	26	40	0,27	5,15
18 - B. Aux. S. Paulo	06	5102	100	66	-24	61	104	19812	56	77	0	1020	0,06	2,71
19 - B. Bamerindus	06	7803	60	418	-23	395	76	34237	65	544	1364	2800	0,15	2,77
20 - B. Bandeirantes	06	2175	90	56	54	39	77	11065	69	0	215	645	0,09	2,29
21 - B. Boavista	06	1373	93	79	78	32	110	5503	70	29	0	216	0,37	5,59
22 - B. Bozano Sim.	06	893	127	26	22	15	200	3299	64	0	60	151	0,17	2,17
23 - B. Bradesco	06	20750	87	1779	5	1235	72	114177	98	731	0	10289	0,17	2,84
24 - B. Comind SP	06	4242	60	102	74	62	63	17316	38	227	283	800	0,13	4,78
25 - B. Créd. Real RS	06	86	61	4	-61	4	54	369	67	6	16	38	0,10	4,54
26 - B. Créd. Nac.	06	4870	116	205	26	137	42	12672	70	0	434	740	0,28	3,49
27 - B. Econômico	06	6156	102	650	116	236	87	22113	117	80	996	999	0,65	6,31
28 - B. Expansão	06	574	64	-87	-904	ND	ND	2374	68	0	0	62	-1,41	2,88
29 - B. Financial	06	522	96	33	48	27	32	3196	101	0	109	182	0,18	3,13
30 - B. Fr. Brasil.	06	4570	87	356	70	90	100	18530	59	0	840	900	0,40	4,00
31 - B. Itaú	06'	14666	119	1142	134	373	62	66078	78	800	2612	5013	0,23	2,72
32 - B. Jul. Arroyo	06	49	42	2	-31	2	0	256	52	0	11	22	0,10	3,20
33 - B. Mercantil	06	2391	86	211	4	54	20	12613	73	0	29	450	0,47	6,32
34 - B. Mercantil SP	06	5172	43	684	147	221	75	24579	51	0	1173	1838	0,37	4,99
35 - B. Nac. Norte	06	3417	129	118	-13	68	46	10503	79	0	620	310	0,38	7,28
36 - B. Nacional	06	6299	105	275	43	156	45	44234	100	0	815	1405	0,20	3,79
37 - B. Noroeste Est. SP	06	2794	86	107	33	50	42	15047	73	0	300	500	0,21	4,52
38 - B. Pop. Fortaleza	06	98	82	6	18	10	45	376	52	0	14	23	0,27	2,88
39 - B. Progresso	06	338	111	57	424	11	80	2027	166	27	26	70	0,81	3,16
40 - B. Real	06	11177	117	310	105	121	36	45223	79	61	633	1384	0,22	5,02
41 - B. Safra	06	4711	123	247	122	22	ND	19914	64	0	340	300	0,82	7,84
42 - B. Sul Brasileiro	06	4552	104	123	-18	75	107	22898	122	ND	ND	1500	0,08	2,57
43 - Sudameris	06	3856	54	208	286	74	113	14867	66	0	198	616	0,34	3,49
44 - Unibanco	'06'	11339	115	571	110	148	102	42523	103	538	966	3600	0,16	2,19
Total do Setor	Nº Emp. 30	133499	94	7908	46	3789	71	604143	81	3166	12347	36585		

Cód.	ÍNDICES FINANCEIROS																			
	Medidas de Rentabilidade						Medidas de Liquidez				Medidas de Financiamento								Custo e Remuneração	
	Lucro Líq./ Patr. Líq.		Lucro Líq./ Rec. Oper.		Dividendos/ Lucro Líq.		Dep. a Prazo/ Dep. Totais		Encaixe/ Dep. à Vista		Dep. Total/ Patr. Líq.		Rec. Ext./ Patr. Líq.		Bco. Central/ Emprést.		Rec. Oficiais/ Emprést.		Custo Recursos	Remun. Emprést.
	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	80 (%)	80 (%)
01	1,8	0,6	2,5	0,6	45	310	12	5	28	26	211	227	26	47	5	6	44	43	7,5	13,3
02	5,9	10,9	13,8	15,9	58	34	0	0	21	27	164	198	48	82	0	0	23	18	3,8	8,4
03	1,4	2,9	0,4	0,8	219	77	44	33	37	33	685	653	153	180	1	1	55	59	21,8	21,8
04	8,3	3,9	5,4	1,4	44	70	53	48	44	23	380	720	169	235	2	2	38	35	21,2	18,9
05	6,9	17,4	7,2	10,8	44	37	4	9	17	9	577	722	178	147	1	1	60	52	6,9	10,2
06	0,0	5,7	0,0	2,0	****	50	14	13	14	48	328	462	ND	215	ND	10	76	55	18,7	19,6
07	5,9	1,3	6,2	0,8	73	192	8	6	30	25	442	431	107	141	1	1	52	50	15,0	16,1
08	10,1	4,3	6,5	1,9	23	50	31	26	38	31	739	762	162	185	3	5	26	26	25,1	29,3
09	1,4	9,0	2,0	9,1	269	54	14	7	30	27	417	550	44	49	3	4	61	59	3,8	8,7
10	0,3	4,7	0,3	2,2	811	74	10	13	47	33	496	693	118	135	6	9	51	49	12,0	13,9
11	5,6	6,0	7,4	4,8	26	36	0	0	17	20	161	194	106	133	1	2	46	50	11,1	15,4
12	3,9	1,8	2,5	0,7	26	0	1	7	32	18	254	456	71	77	0	0	57	71	18,0	17,6
13	1,1	8,1	0,6	3,4	0	33	1	1	39	28	697	691	73	153	2	0	56	49	21,0	19,9
14	3,0	4,0	1,5	1,1	140	95	28	20	38	32	483	494	163	214	0	0	64	66	22,1	21,4
	5,4	9,7	8,4	9,3	60	36	8	5	26	27	221	256	63	97	0	0	34	32	11,9	11,8
15	7,8	37,7	7,1	21,8	39	30	13	1	62	47	921	919	0	0	3	4	26	44	15,1	16,6
16	4,5	4,7	4,2	2,9	58	58	22	17	51	46	751	768	254	360	6	5	21	24	8,5	11,7
17	9,2	6,0	5,2	2,8	35	51	68	61	57	48	519	541	0	0	1	2	44	40	21,2	21,6
18	5,5	2,7	3,4	1,3	35	92	43	34	45	36	858	716	263	383	3	6	13	18	12,5	14,7
19	11,4	6,1	11,2	5,4	41	94	18	6	52	40	429	441	256	268	9	8	15	15	4,8	9,0
20	3,9	4,2	3,2	2,6	60	69	28	23	38	38	747	750	59	92	10	10	16	18	13,4	16,0
21	5,7	7,5	6,3	5,8	35	41	17	11	62	37	470	455	134	177	5	5	26	30	7,1	11,4
22	12,0	8,7	5,3	2,9	24	58	39	60	32	51	859	1005	302	119	0	0	4	17	11,7	17,9
23	9,7	6,9	15,2	8,6	42	69	5	2	43	43	359	390	18	42	8	6	23	31	8,3	15,9
24	2,6	3,1	2,2	2,4	64	60	26	7	52	38	578	453	264	386	9	8	12	14	5,1	11,1
25	9,9	2,6	18,6	4,6	24	95	9	1	38	31	233	216	0	0	10	8	19	29	21,1	17,3
26	10,0	8,9	7,2	4,2	59	67	13	3	55	59	476	490	512	998	4	4	22	15	2,2	11,3
27	8,4	12,0	9,9	10,6	42	36	18	11	54	32	316	350	257	243	13	9	27	26	7,1	14,2
28	6,1	-44,0	3,1	-15,1	18	ND	75	58	70	35	850	1341	0	0	0	1	25	22	26,9	22,0
29	6,2	6,6	8,5	6,4	89	79	1	0	29	27	482	560	0	0	0	1	47	42	4,7	14,2
30	10,1	11,4	8,6	7,8	21	25	57	55	79	88	594	514	346	423	7	8	15	22	7,8	11,6
31	6,2	9,7	7,3	7,8	47	33	5	4	47	45	501	484	82	152	4	5	24	26	8,9	14,6
32	6,9	3,5	9,2	4,5	63	91	34	24	34	33	374	364	0	0	0	0	25	25	13,0	17,4
33	11,8	8,4	15,7	8,8	22	26	3	2	43	44	430	443	100	124	3	4	27	28	8,2	15,1
34	5,1	8,5	7,7	13,2	46	32	53	40	104	76	313	268	78	99	2	3	6	8	11,4	15,9
35	9,5	5,9	9,1	3,5	34	58	18	10	37	29	417	465	208	340	6	4	26	34	10,0	13,8
36	5,9	5,8	6,3	4,4	56	57	7	9	40	41	681	831	102	131	9	9	23	22	7,5	12,6
37	5,6	5,3	5,3	3,8	44	47	36	31	46	42	623	665	6	48	1	0	16	19	16,4	18,7
38	11,2	10,0	9,4	6,1	133	165	49	35	23	31	621	580	0	0	1	0	17	30	20,8	21,2
39	18,5	33,5	6,8	16,8	58	20	9	5	44	37	927	917	0	0	1	4	62	76	24,0	22,6
40	3,7	5,0	2,9	2,8	58	39	17	12	41	39	713	650	288	401	5	4	17	15	9,4	13,9
41	8,9	12,2	5,3	5,3	ND	9	56	53	37	38	895	847	170	234	3	4	13	20	13,8	14,9
42	6,4	3,6	6,7	2,7	24	61	15	24	43	45	478	594	202	242	16	12	16	13	7,9	11,2
43	4,2	11,1	2,2	5,4	64	36	50	40	57	62	752	690	419	510	5	6	12	11	10,4	14,5
44	6,2	8,5	5,1	5,0	27	26	32	26	70	50	512	539	194	342	5	4	14	12	14,6	19,1
	7,5	7,4	7,9	5,9	41	48	22	16	49	44	492	497	149	210	7	6	19	21	9,1	14,1

cont.

conclusão

Empresas	Mês	DESEMPENHO DAS COMPANHIAS — SEMESTRES FINDOS ENTRE 05.79/10.79 e 05.80/10.80												
		Receitas Operacionais	VA%	Lucro Líquido	VA%	Dividendos	VA%	Depósitos	VA%	Subscr.	Bonif.	Nº de Ações Fin.	Lucro Líq./Ação	Valor Patrimonial
		80	80/79	80	80/79	80	80/79	80	80/79	80	80	80	80	80
B. INVESTIMENTO														
45 - B. I. América Sul	06	1084	79	20	5	9	34	3542	82	0	50	115	0,17	3,52
46 - B. I. Bamerindus	06	2945	87	106	-8	101	86	9596	29	0	311	576	0,18	3,01
47 - B. I. Bandeirantes	06	1065	165	43	255	10	285	3307	93	0	27	87	0,49	3,21
48 - B. I. Banorte	06	1607	106	34	-2	9	0	4550	64	ND	ND	100	0,34	5,78
49 - B. I. BCN	06	3091	119	132	8	60	42	10217	110	0	192	300	0,44	7,19
50 - B. I. Bozano Sim.	06	3586	95	211	10	200	150	10640	95	0	525	1050	0,20	2,57
51 - B. I. Bradesco	06	10262	177	791	56	231	55	19653	53	147	0	1928	0,41	4,68
52 - B. I. Comind	06	2841	81	209	196	110	149	8532	56	0	210	210	1,00	11,94
53 - B. I. Denasa	06	938	124	54	66	0	NR	3439	114	0	115	195	0,28	4,17
54 - B. I. Maissonave	'06	1412	91	19	76	9	50	4510	94	0	118	184	0,10	3,25
55 - B. I. Mercantil	06	1066	101	32	132	14	ND	4410	90	0	154	183	0,18	2,80
56 - B. I. Real	06	7867	108	320	308	55	3	23144	67	ND	ND	420	0,76	9,19
57 - B. I. Unibanco	06	8505	88	520	86	124	79	12650	72	0	800	750	0,69	5,57
Total do Setor	Nº Emp. 13	46268	111	2491	67	931	81	118188	69	147	2501	6097		

Empresas	Mês	DESEMPENHO DAS COMPANHIAS — SEMESTRES FINDOS ENTRE 05.79/10.79 e 05.80/10.80												
		Receitas Operacionais	VA%	Lucro Líquido	VA%	Dividendos	VA%	Letras de Câmbio	VA%	Subscr.	Bonif.	Nº de Ações Fin.	Lucro Líq./Ação	Valor Patrimonial
		80	80/79	80	80/79	80	80/79	80	80/79	80	80	80	80	80
FINANCEIRAS														
58 - Bamerindus C. F. I.	06	2107	546	60	-28	57	47	7210	103	0	205	330	0,18	3,81
59 - Bandeirante C. F. I.	06	148	243	3	-57	2	40	1017	64	ND	ND	42	0,08	2,69
60 - Banestado C. F. I.	06	400	565	22	4320	ND	ND	1629	144	ND	ND	ND	NR	NR
61 - Banorte C. F. I.	06'	443	228	0	NR	0	NR	1820	28	ND	ND	ND	NR	NR
62 - BCN C. F. I.	06	540	46	11	-4	9	22	1883	24	0	35	54	0,20	5,00
63 - BEMGE C. F. I.	06	585	45	41	-20	ND	ND	2114	40	0	107	188	0,22	3,42
64 - BMG C. F. I.	06	790	45	114	611	11	34	2114	12	ND	ND	53	2,16	10,66
65 - Bradesco C. F. I.	06	3720	42	157	44	127	55	16150	49	74	0	1061	0,15	2,57
66 - Cédula C. F. I.	06	242	164	42	46	ND	ND	675	46	0	28	100	0,42	2,83
67 - Costa Leste C. F. I.	06	106	69	3	-15	ND	ND	389	11	0	32	40	0,07	3,11
68 - Creasul C. F. I.	06	290	189	0	-96	3	-3	1193	38	0	27	59	0,00	2,95
69 - Finansinos C. F. I.	06	55	66	-17	-421	1	-64	463	68	ND	ND	42	-0,40	3,10
70 - Fininvest C. F. I.	06	1604	98	64	16	34	65	4143	87	19	101	216	0,30	3,46
71 - Fomento C. F. I.	'06'	499	100	3	-48	ND	ND	1367	54	0	42	40	0,07	4,48
72 - Mercantil Br. C. F. I.	06	455	112	29	-8	12	19	1464	-5	18	0	84	0,34	5,92
73 - Minas Inv. C. F. I.	06	552	102	31	76	8	16	2275	127	0	34	60	0,52	3,87
74 - Real C. F. I.	06	2942	17	95	-50	42	-13	9643	20	0	342	420	0,23	5,05
75 - Sinal C. F. I.	06	1467	85	128	205	32	124	4193	36	0	112	175	0,73	5,08
76 - Sul Brasil. C. F. I.	06	566	276	49	60	12	59	2016	109	0	10	100	0,49	6,17
77 - Vistacredi C. F. I.	06	172	50	1	-71	1	0	738	32	0	15	24	0,05	4,85
Total do Setor	Nº Emp. 20	17681	78	836	20	351	38	62494	48	111	1091	3087		

Empresas	Mês	DESEMPENHO DAS COMPANHIAS — SEMESTRES FINDOS ENTRE 05.79/10.79 e 05.80/10.80												
		Receitas Operacionais	VA%	Lucro Líquido	VA%	Dividendos	VA%	Captação	VA%	Subscr.	Bonif.	Nº de Ações Fin.	Lucro Líq./Ação	Valor Patrimonial
		80	80/79	80	80/79	80	80/79	80	80/79	80	80	80	80	80
OUTROS RAMOS FINANC.														
78 - Banorte Cr. Imob.	06	2436	115	53	-9	14	0	4047	96	0	144	72	0,73	8,96
79 - BCN Leasing	06	1071	177	38	NR	9	NR	0	NR	0	16	24	1,56	6,35
80 - Desenbanco	06	979	206	92	615	0	-100	3087	193	0	241	1177	0,08	1,54
Total do Setor	Nº Emp. 03	4485	144	182	158	24	44	7134	129	0	401	1273	—	—
GRUPO FINANCEIRO														
81 - Emp. Nac. Priv.	61	191545	98	10698	46	4930	68	751732	77	3423	14954	44160		
82 - Emp. Estatais	17	214029	131	19806	155	7172	56	596894	98	269	26642	43798		
83 - Emp. Estrang.	2	8426	70	565	114	164	106	33397	62	0	1038	1516		
Total do Grupo	80	413999	113	31069	102	12267	61	1382023	85	3692	42633	89475		

Cód.	ÍNDICES FINANCEIROS																			
	Medidas de Rentabilidade						Medidas de Liquidez				Medidas de Financiamento								Custo e Remuneração	
	Lucro Líq./ Patr. Líq.		Lucro Líq./ Rec. Oper.		Dividendos/ Lucro Líq.		Dep. a Prazo/ Dep. Totais		Encaixe/ Dep. à Vista		Dep. Total/ Patr. Líq.		Rec. Ext./ Patr. Líq.		Bco. Central/ Emprést.		Rec. Oficiais/ Emprést.		Custo Recursos	Remun. Emprést.
	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	80 (%)	80 (%)
45	7,3	5,4	3,1	1,8	34	43	100	100	NR	NR	792	873	103	164	0	0	15	15	21,5	23,4
46	10,7	6,8	7,3	3,6	47	95	100	100	NR	NR	738	552	45	53	0	0	19	21	17,2	21,1
47	8,5	18,1	3,0	4,0	22	24	100	100	NR	NR	1177	1185	59	52	0	0	6	10	19,0	24,7
48	10,1	6,8	4,5	2,1	26	26	100	100	NR	NR	823	787	0	0	0	0	30	27	21,5	24,0
49	8,8	6,9	8,7	4,3	34	45	100	100	NR	NR	381	473	270	343	0	0	17	11	12,4	15,3
50	11,7	8,7	10,5	5,9	41	95	100	100	NR	NR	287	393	361	494	0	0	5	8	12,2	15,6
51	9,8	10,1	13,7	7,7	29	29	100	100	NR	NR	266	218	89	98	0	0	22	24	21,5	25,0
52	4,6	9,5	4,5	7,4	62	53	100	100	NR	NR	396	340	228	263	0	0	12	11	15,2	18,0
53	6,9	7,7	7,8	5,8	0	0	100	100	NR	NR	343	423	240	210	0	0	35	26	10,1	13,2
54	2,9	3,6	1,5	1,4	56	48	100	100	NR	NR	669	755	153	165	0	0	8	9	23,5	22,6
55	4,3	7,1	2,6	3,0	ND	44	100	100	NR	NR	755	862	49	35	0	0	4	38	16,6	18,2
56	3,1	8,3	2,1	4,1	68	17	100	100	NR	NR	665	599	146	141	0	0	15	13	20,1	22,1
57	12,0	14,5	6,2	6,1	25	24	100	100	NR	NR	338	302	155	200	0	0	37	33	23,8	28,2
	8,5	9,5	6,8	5,4	35	37	100	100	NR	NR	424	402	162	186	0	0	19	19	18,4	21,5

Cód.	ÍNDICES FINANCEIROS																			
	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. Totais		Encaixe/ Dep. à Vista		Let. Câmbio/ Patr. Líq.		Rec. Ext./ Patr. Líq.		Bco. Central/ Emprést.		Rec. Oficiais/ Emprést.		Custo Recursos	Remun. Emprést.
	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	80 (%)	80 (%)
58	10,3	5,3	25,8	2,9	46	95	100	100	NR	NR	444	573	0	0	0	0	0	0	22,5	28,6
59	13,5	2,9	17,6	2,2	20	64	100	100	NR	NR	795	900	0	0	0	0	4	2	6,7	12,8
60	0,4	12,2	0,8	5,5	0	ND	100	100	NR	NR	602	756	0	0	0	0	0	0	18,1	25,2
61	0,0	0,0	0,0	0,0	NR	0	100	100	NR	NR	642	554	0	0	0	0	16	7	18,7	21,7
62	6,4	4,4	3,0	2,0	63	80	100	100	NR	NR	914	697	0	0	0	0	3	5	29,2	28,3
63	13,9	7,0	12,6	6,9	0	ND	100	100	NR	NR	366	328	0	0	0	0	0	0	20,1	23,0
64	5,7	20,2	2,9	14,4	49	9	100	100	NR	NR	714	375	0	0	0	0	9	6	23,6	26,4
65	6,3	6,5	4,2	4,2	75	81	100	100	NR	NR	676	591	0	0	0	0	0	0	19,3	22,7
66	18,0	17,1	31,5	17,4	0	ND	100	100	NR	NR	316	237	0	0	0	0	0	0	16,0	25,8
67	4,2	2,6	5,4	2,7	53	ND	100	100	NR	NR	441	313	0	0	0	0	0	0	17,7	21,0
68	2,3	0,1	2,6	0,0	104	2600	100	100	NR	NR	805	691	0	0	0	0	6	9	20,7	21,5
69	8,0	-12,8	15,8	-30,6	75	NR	100	100	NR	NR	305	355	0	0	0	0	0	0	5,4	9,0
70	13,3	9,9	6,8	4,0	38	54	100	100	NR	NR	575	555	0	0	0	0	0	0	25,1	40,3
71	4,7	1,8	2,3	0,6	0	ND	100	100	NR	NR	720	762	0	0	0	0	0	0	24,8	39,4
72	10,6	6,6	14,6	6,3	31	40	100	100	NR	NR	564	294	0	0	0	0	0	0	26,0	24,2
73	21,1	15,6	6,5	5,7	41	27	100	100	NR	NR	783	979	0	0	0	0	0	0	20,4	24,3
74	14,8	5,1	7,6	3,2	25	44	100	100	NR	NR	635	454	0	0	0	0	3	3	19,5	28,5
75	8,2	16,8	5,3	8,7	34	25	100	100	NR	NR	627	472	0	0	0	0	3	2	20,1	31,4
76	8,2	9,0	20,2	8,6	24	24	100	100	NR	NR	269	326	0	0	0	0	1	0	22,2	29,3
77	5,8	1,2	3,9	0,8	27	92	100	100	NR	NR	730	634	0	0	0	0	0	0	20,8	24,2
	9,5	7,7	7,0	4,7	37	42	100	100	NR	NR	588	511	0	0	0	0	2	1	20,6	26,6

Cód.	ÍNDICES FINANCEIROS																			
	Medidas de Rentabilidade						Medidas de Liquidez				Medidas de Financiamento								Custo e Remuneração	
	Lucro Líq./ Patr. Líq.		Lucro Líq./ Rec. Oper.		Dividendos/ Lucro Líq.		Dep. a Prazo/ Dep. Totais		Encaixe/ Dep. à Vista		Dep. Total/ Patr. Líq.		Rec. Ext./ Patr. Líq.		Bco. Central/ Emprést.		Rec. Oficiais/ Emprést.		Custo Recursos	Remun. Emprést.
	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	80 (%)	80 (%)
78	15,6	9,4	5,1	2,2	25	27	100	100	NR	NR	567	627	0	0	0	0	57	53	26,6	31,0
79	0,0	29,8	0,0	3,5	NR	24	0	0	NR	NR	0	0	1913	1730	0	0	18	46	36,5	64,3
80	1,4	5,7	4,0	9,4	15	0	100	100	NR	NR	144	170	0	0	1	1	79	69	0,5	6,4
	5,2	8,0	3,8	4,1	23	13	100	100	NR	NR	266	273	130	101	0	0	67	61	15,1	20,1
81	7,9	7,7	7,6	5,6	40	46	41	35	50	45	482	478	133	182	4	4	18	19	13,5	17,2
82	5,4	9,6	8,4	9,3	59	36	9	7	26	27	222	256	62	96	0	0	35	32	11,8	11,8
83	7,8	11,3	5,3	6,7	30	29	54	48	68	74	654	580	373	455	6	7	14	18	8,8	12,8
	6,4	8,9	7,9	7,5	49	39	28	23	38	36	329	349	94	135	2	2	28	27	12,5	13,8

INDICADORES FINANCEIROS DAS COMPANHIAS ABERTAS – EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS

Empresas	Mês	DESEMPENHO DAS COMPANHIAS – SEMESTRES FINDOS ENTRE 05.79/10.79 e 05.80/10.80												
		Receitas Operacionais	VA%	Lucro Líquido	VA%	Dividendos	VA%	Invest. Imobil.	VA%	Subscr.	Bonif.	Nº de Ações Fin.	Lucro Líq./Ação	Valor Patrimonial
		80	80/79	80	80/79	80	80/79	80	80/79	80	80	80	80	80
MINERAÇÃO														
01 - Samitri	06'	1635	214	197	NR	ND	ND	ND	ND	0	577	1177	0,17	4,02
02 - Vale Rio Doce	'06	27806	171	5950	2018	ND	ND	ND	ND	0	5692	4413	1,35	14,60
Total do Setor	Nº Emp. 02	29441	173	6147	NR	0	NR	0	ND	0	6269	5590		
CIMENTO														
03 - Cim. Caué	06	913	117	141	153	ND	ND	ND	ND	0	205	320	0,44	5,44
04 - Cim. It. Corumbá	06	440	71	22	28	ND	ND	ND	ND	0	75	75	0,29	9,73
05 - Cim. Itaú	06	1932	96	318	461	ND	ND	221	ND	0	587	750	0,42	6,10
Total do Setor	Nº Emp. 03	3284	98	481	271	0	NR	0	ND	0	867	1145		
OUTR. PROD. MIN. N. MET.														
06 - Cer. Chiarelli	06	416	115	72	386	ND	ND	ND	ND	0	39	63	1,14	7,69
07 - Cer. S. J. Guaçu	06	155	152	22	284	ND	ND	ND	ND	0	32	51	0,44	2,79
08 - Eternit	08	3295	80	293	70	91	36	ND	ND	0	367	504	0,58	7,25
09 - Magnesita	06	2691	83	301	43	78	22	ND	ND	20	289	872	0,35	4,20
10 - Marcovan	'06'	1003	174	74	8300	ND	ND	7	-62	0	34	60	1,23	6,78
11 - Multividro	'06	294	77	33	82	5	20	ND	ND	0	32	54	0,61	5,70
12 - Nad. Figueiredo	'07	1181	85	84	109	ND	ND	ND	ND	509	153	233	0,36	9,96
13 - Termolar	'06	289	159	46	629	13▲	77	-59	622	0	0	90	0,51	2,15
14 - Vidr. Sta. Marina	06	5144	124	392	15	166	ND	ND	ND	0	2901	2072	0,19	3,48
Total do Setor	Nº Emp. 09	14466	103	1317	63	353	148	66	143	529	3847	3999		
SIDERURGIA														
15 - Acesita	06	8529	110	99	-29	ND	ND	ND	ND	0	1694	2688	0,04	5,81
16 - Aços Anhangüera	09	2898	107	119	187	29	ND	ND	ND	0	439	708	0,17	3,32
17 - Aços Villares	07	2922	81	8	-86	103	ND	ND	ND	9	574	1730	0,00	3,16
18 - Cimental Sid.	'06	1957	127	-126	'''	ND	ND	ND	ND	0	597	989	-0,13	3,99
19 - Ferro Ligas	06	771	98	73	186	ND	ND	169	553	235	113	315	0,23	3,25
20 - Panatlantica	06	506	110	44	884	ND	ND	ND	ND	0	43	65	0,68	4,90
21 - Sid. Açonorte	07	1863	138	314	124	ND	ND	ND	ND	0	78	778	0,40	3,84
22 - Sid. Guaíra	07	461	105	73	46	ND	ND	ND	ND	84	47	184	0,40	2,96
23 - Sid. Nacional	'06	18028	90	-1202	-162	ND	ND	ND	ND	4789	5534	13177	-0,09	3,19
24 - Sid. Pains	'06	1255	62	70	3584	ND	ND	ND	ND	0	114	178	0,39	6,72
25 - Sid. Riograndense	07	2916	120	529	156	123	169	ND	ND	0	0	684	0,77	4,55
26 - Usina Sta. Olimpia	06	696	81	64	51	ND	ND	ND	ND	0	64	173	0,37	3,55
27 - Vibasa	07	148	1904	-135	NR	ND	ND	ND	ND	ND	ND	5195	-0,03	1,76
Total do Setor	Nº Emp. 13	42949	99	-69	-103	255	459	169	553	5118	9298	26863		
METALURGIA														
28 - Alusud	07	513	105	43	847	ND	ND	5	72	ND	ND	178	0,24	2,37
29 - Elec. Aço Altona	07'	403	102	7	NR	ND	ND	ND	ND	0	45	86	0,08	3,32
30 - Fundição Tupy	09	2895	87	368	145	74	31	ND	ND	227	350	1225	0,30	2,75
31 - Gazola	'06	183	97	7	NR	6▲	190	11	424	0	0	32	0,22	3,25
32 - Hércules	08	783	103	44	407	ND	ND	ND	ND	48	17	101	0,43	5,70
33 - Mangels	06	1440	71	158	146	ND	ND	ND	ND	0	178	350	0,45	4,48
34 - Met. Abr. Eberle	06	1405	96	112	322	52▲	173	105	140	0	0	260	0,43	5,47
35 - Met. Bárbara	06*	2280	129	47	-11	ND	ND	ND	ND	0	840	720	0,07	3,41
36 - Met. Douat	'06'	281	83	35	112	ND	ND	ND	ND	10	28	168	0,21	1,47
37 - Met. Duque	06	438	139	57	284	ND	ND	ND	ND	0	42	67	0,84	4,71
38 - Met. Gerdau	07	899	1379	333	90	53	124	ND	ND	0	0	295	1,13	6,48
39 - Met. Iguaçu	06	468	237	54	1713	ND	ND	ND	ND	0	29	39	1,41	4,13
40 - Nordon	06	2055	71	179	101	66▲	66	113	125	0	0	261	0,69	4,62
41 - Zivi	08	1114	127	89	232	ND	ND	ND	ND	28	20	118	0,76	5,64
Total do Setor	Nº Emp. 14	15157	109	1533	143	251	78	233	136	313	1548	3898		

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.		Invest. Fin./ Imob. Téc.		Receita Operac./ Ativo Total	
	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)
01	-16,2	4,7	-62,6	12,0	NR	ND	63	49	62	56	-76	92	104	77	137	131	1425	1708	16	20
02	0,8	10,7	2,7	21,4	0	ND	77	68	72	62	75	231	140	104	132	122	40	63	9	26
	-0,1	10,3	-0,4	20,9	NR	0	76	67	72	62	69	218	138	103	132	122	48	74	9	25
03	6,2	16,2	13,2	15,4	0	ND	39	41	47	29	330	744	299	191	75	79	10	21	15	19
04	4,4	3,4	6,7	5,0	0	ND	40	21	7	11	361	NR	148	197	78	79	98	91	42	26
05	2,4	8,0	5,8	16,4	0	ND	41	33	60	50	139	400	225	188	99	95	177	166	27	32
	3,6	8,7	7,8	14,6	0	0	40	34	51	41	184	479	229	190	91	89	105	104	23	26
06	6,6	17,7	7,7	17,3	0	ND	100	82	46	23	149	651	153	143	118	89	3	3	25	30
07	7,7	17,0	9,4	14,4	0	ND	68	59	8	2	226	542	122	149	86	69	0	1	29	45
08	9,4	9,2	9,4	8,9	39	31	41	45	17	19	487	4058 L	207	203	69	70	56	64	45	45
09	12,3	9,5	14,3	11,2	30	26	66	73	47	40	273 L	292 L	155	161	110	100	32	33	29	29
10	0,2	21,9	0,1	7,3	0	ND	149	165	11	3	116	336 L	107	111	95	77	31	29	69	93
11	11,6	12,5	11,0	11,3	24	16	33	64	0	1	NR	1851	320	169	24	54	35	159	68	49
12	4,1	4,4	6,3	7,1	0	ND	34	42	27	36	477 L	516 L	235	260	75	72	43	57	40	27
13	7,5	28,4	5,7	15,9	114	28	114	126	40	31	168	312	176	147	88	89	4	3	34	44
14	8,5	6,2	14,9	7,6	0	42	28	34	5	6	2253	1852	277	216	51	59	26	26	40	53
	8,7	8,3	11,3	9,1	18	27	44	51	25	22	497	690	212	189	72	73	33	37	38	42
15	1,7	0,7	3,4	1,2	0	ND	196	299	55	42	36	-10 L	69	35	236	337	5	4	14	12
16	3,4	5,8	3,0	4,1	0	24	153	152	57	46	85 L	102 L	151	144	138	123	6	8	25	30
17	2,1	0,2	3,7	0,3	0	1230	57	63	44	33	167	134 L	179	152	95	94	103	135	22	22
18	0,2	-3,5	0,5	-6,4	0	ND	109	116	53	44	372	48 L	63	58	175	177	19	21	17	21
19	6,4	8,9	6,6	9,5	0	ND	33	48	6	11	225	318	147	115	83	88	68	35	55	46
20	3,1	16,5	1,9	8,8	0	ND	129	97	21	21	122 L	298 L	121	154	104	76	3	4	55	66
21	10,0	12,2	17,9	16,8	0	ND	68	71	53	34	NR	483 L	154	121	111	106	44	61	23	29
22	24,9	17,0	22,2	15,8	0	ND	101	96	51	36	1239 L	882 L	176	167	100	83	157	195	36	35
23	9,4	-3,3	20,5	-6,7	0	ND	183	223	74	69	83	12 L	94	67	232	269	2	2	15	10
24	0,3	6,8	0,2	5,6	0	ND	97	71	18	11	113	239 L	126	134	90	78	13	13	48	40
25	16,5	20,0	15,6	18,2	22	23	94	120	42	40	862 L	559 L	136	115	105	122	104	204	36	35
26	13,9	12,2	11,0	9,2	0	ND	48	47	7	18	814	1467 L	183	210	55	65	60	201	74	77
27	-0,1	-3,0	-44,6	-91,2	ND	ND	137	176	94	85	-6 L	-28 L	110	47	228	263	0	0	0	1
	6,2	-0,1	12,3	-0,2	2	NR	159	200	67	60	63	49	94	63	205	243	8	7	16	13
28	3,5	11,5	1,8	8,3	ND	ND	178	64	37	14	93	229	118	185	141	67	0	0	54	57
29	-2,1	2,8	-1,3	1,8	NR	ND	148	131	12	16	86	133	93	118	114	79	8	9	33	36
30	9,8	12,9	9,7	12,7	37	20	97	89	48	43	186	NR	139	162	108	96	25	43	30	30
31	-0,4	7,3	-0,2	3,8	NR	84	132	173	10	8	NR	181 L	148	135	50	54	5	12	43	43
32	3,2	9,1	2,2	5,6	0	ND	61	56	9	15	301 L	1143 L	192	251	45	32	40	15	60	66
33	9,8	11,8	7,6	11,0	0	ND	161	109	33	34	163 L	180 L	80	93	150	134	91	115	32	33
34	3,6	8,9	3,7	8,0	72	47	83	93	34	40	329 L	240	202	191	70	79	57	96	34	35
35	3,6	2,2	5,4	2,1	0	ND	39	65	16	8	605	242 L	211	151	67	69	12	13	44	56
36	19,5	16,3	10,6	12,3	0	ND	210	117	48	35	109 L	197	115	113	162	110	56	60	40	43
37	10,8	21,4	8,0	12,9	0	ND	89	89	20	3	332	861	143	131	82	76	7	6	44	54
38	22,6	20,7	288,3	37,1	13	16	63	81	82	43	NR	1891	315	112	126	124	1977	2726	4	25
39	4,2	41,2	2,2	11,6	0	ND	97	182	0	0	205 L	1624 L	128	119	72	65	1	17	68	87
40	16,0	17,3	7,4	8,7	45	37	181	109	18	11	NR	NR	192	204	48	45	4	7	50	58
41	9,5	16,6	5,5	8,0	0	ND	95	118	7	8	362 L	850 L	158	150	50	51	20	13	55	58
	9,1	12,1	8,7	10,1	22	16	95	90	35	28	211	332	156	152	92	87	55	74	36	41

cont.

cont.

Empresas	Mês	DESEMPENHO DAS COMPANHIAS — SEMESTRES FINDOS ENTRE 05.79/10.79 e 05.80/10.80												
		Receitas Operacionais	VA%	Lucro Líquido	VA%	Dividendos	VA%	Invest. Imobil.	VA%	Subscr.	Bonif.	Nº de Ações Fin.	Lucro Líq./ Ação	Valor Patrimonial
		80	80/79	80	80/79	80	80/79	80	80/79	80	80	80	80	80
IND. MECÂNICA														
42 - Bardella	'06	1819	59	315	12	117▲	114	75	366	0	0	400	0,79	5,00
43 - CBV	06	727	116	72	20	18	3	37	-32	43	44	162	0,44	5,13
44 - Eletromot. Weg	07	1402	151	230	155	ND	ND	ND	ND	ND	ND	70	3,29	13,48
45 - Inds. Romi	06	1892	91	80	203	ND	ND	21	-47	0	507	860	0,09	4,44
46 - Inds. Villares	07	1921	31	-169	-146	ND	ND	ND	ND	0	392	1177	-0,14	4,49
47 - Madef	06	590	151	10	NR	11▲	NR	23	74	0	0	90	0,11	3,55
48 - Mec. Pesada	06	1318	77	121	-26	ND	ND	118	9	0	311	726	0,17	1,83
49 - Zanini	06'	1408	83	12	-67	ND	ND	ND	ND	53	168	624	0,02	1,95
Total do Setor	Nº Emp. 08	11071	77	671	-34	146	-25	272	18	96	1424	4109		
MAT. ELÉTRICO														
50 - Consul	05	3185	103	362	41	129▲	24	194	67	0	0	322	1,12	6,91
51 - Ericsson	06	2454	42	245	74	ND	ND	ND	ND	0	903	1411	0,17	3,50
52 - Ibesa	06	3188	179	150	120	61▲	19	69	65	0	0	504	0,30	3,27
53 - Refr. Paraná	06	1167	176	80	150	32▲	75	29	-38	52	0	150	0,53	4,53
54 - Sharp	09'	5298	71	336	216	ND	ND	8	-35	450	528	853	0,39	3,38
55 - Trafo	08*	770	73	115	163	14	20	ND	ND	0	158	179	0,64	4,23
Total do Setor	Nº Emp. 06	16063	91	1288	99	235	28	299	38	502	1589	3419		
MAT. TRANSPORTE														
56 - Cobrasma	06	3154	87	267	-9	ND	ND	ND	ND	223	617	1285	0,21	6,00
57 - Colmeia	06	361	123	52	151	ND	ND	ND	ND	ND	ND	56	0,93	6,18
58 - F. N. V.	06	1570	88	78	-29	54	50	ND	ND	1765	192	450	0,17	6,49
59 - Ford	07	23152	67	1699	251	ND	ND	ND	ND	0	754	363	4,68	26,77
60 - Fras-Le	07	686	112	80	69	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	NR	NR
61 - Marcopolo	07	911	42	31	15	ND	ND	ND	ND	0	91	260	0,12	3,24
62 - Metal Leve	06	2864	77	388	26	ND	ND	ND	ND	0	428	669	0,58	6,26
63 - Muller	07	553	172	80	695	ND	ND	9	ND	75	62	145	0,55	3,42
64 - Valmet	'06	2107	59	-42	-171	ND	ND	ND	ND	95	83	165	-0,26	4,54
Total do Setor	Nº Emp. 09	35358	71	2633	93	54	50	0	ND	2159	2228	3393		
IND. MAD. PAP. GRÁF. MÓV.														
65 - AGGS Ind. Gráf.	09	1120	91	34	418	ND	ND	21	212	0	82	76	0,44	4,93
66 - Duratex	06	5692	133	579	152	84	99	ND	ND	0	0	1044	0,55	4,83
67 - Eucatex	07	2462	106	371	192	ND	ND	ND	ND	0	168	206	1,80	12,41
68 - Inds. Wagner	06	501	145	52	800	ND	ND	ND	ND	0	60	40	1,31	8,20
69 - Lafer	06	491	77	-17	NR	ND	ND	ND	ND	0	0	125	-0,14	2,25
70 - Manasa	07	522	120	123	44	ND	ND	ND	ND	169	130	182	0,67	4,56
71 - Saraiva	06	296	54	24	48	7▲	23	4	15	0	0	65	0,37	5,56
72 - Suzano Papel	06	3940	133	390	241	ND	ND	241	-37	953	1107	3686	0,11	2,58
Total do Setor	Nº Emp. 08	15024	120	1555	173	90	90	266	-33	1122	1547	5424		
QUÍMICA														
73 - Elekeiroz	06	1070	179	87	472	15	108	ND	ND	0	96	165	0,53	3,95
74 - Itap	06	1284	129	252	583	ND	ND	77	1929	133	329	266	0,94	3,73
75 - Manah	05	3888	245	313	NR	46	15	ND	ND	306	0	660	0,47	4,79
76 - Orniex	08	1541	53	93	201	22	ND	ND	ND	0	47	170	0,55	4,46
77 - Pirâmides Brás	06	1298	106	88	831	ND	ND	ND	ND	0	90	180	0,49	6,17
78 - Pirelli	06	18006	124	1165	93	416	68	1047	142	0	2913	7536	0,15	2,08
79 - Plást. Monsanto	06	832	78	-31	-174	ND	ND	6	263	0	243	66	-0,48	11,91
80 - Solorrico	06'	2096	190	185	NR	65▲	116	4	9	101	136	539	0,34	1,95
81 - Tibras	'07'	1217	62	83	-28	ND	ND	ND	ND	0	194	108	0,77	16,40
82 - Unipar	'06'	0	NR	416	40	ND	ND	ND	ND	0	558	612	0,68	8,85
83 - Wetzel Indl.	07	158	113	-3	NR	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	NR	NR
84 - White Martins	07	6036	80	864	176	292	133	594	150	0	1733	2088	0,41	2,85
Total do Setor	Nº Emp. 12	37425	119	3511	175	857	90	1727	154	540	6339	12391		

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.		Invest. Fin./ Imob. Téc.		Receita Operac./ Ativo Total	
	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)
42	30,9	18,1	24,6	17,3	19	37	194	137	26	31	1015	977	112	154	130	74	166	73	36	32
43	14,5	10,3	17,7	9,9	29	25	70	63	12	13	NR	647 L	139	150	63	75	20	34	34	43
44	23,1	30,1	16,2	16,4	0	ND	92	140	38	18	588	565 L	205	130	72	89	13	31	47	50
45	1,2	2,4	2,7	4,2	0	ND	48	49	52	46	234	280	329	307	60	57	12	16	21	24
46	11,5	-3,5	25,3	-8,8	0	ND	41	57	38	36	501	-73 L	119	101	114	123	246	242	23	18
47	-2,8	3,3	-2,0	1,6	NR	113	121	163	22	11	103	175	148	128	65	64	6	12	56	55
48	18,8	10,0	21,8	9,1	77	ND	53	155	23	5	3318	309	380	107	76	98	18	13	24	26
49	4,3	1,2	4,9	0,9	0	ND	177	370	22	31	135	83	138	132	96	128	37	49	22	20
	11,3	4,8	16,4	6,1	19	22	79	105	31	28	375	235	167	141	93	93	91	82	27	27
50	25,2	19,0	16,4	11,4	40	36	97	112	18	10	839	703	178	153	51	56	73	74	67	58
51	5,0	5,7	8,2	10,0	0	ND	134	119	29	28	198	857	202	180	39	37	11	7	24	17
52	8,8	10,3	5,9	4,7	75	41	97	117	11	8	242	447	147	143	64	56	107	108	56	75
53	12,0	14,1	7,6	6,9	56	39	89	118	16	6	347	686	200	164	38	35	20	18	58	69
54	9,2	14,5	3,4	6,3	0	ND	235	155	18	28	154 L	211 L	119	141	102	91	206	290	72	70
55	13,9	16,6	9,8	15,0	26	12	119	163	48	29	304	549	210	156	87	66	7	11	52	36
	10,2	11,4	7,7	8,0	28	18	139	128	24	22	239	473	167	158	58	56	63	77	48	46
56	7,5	4,0	17,3	8,5	0	ND	84	101	41	31	283 L	209 L	193	139	101	99	81	68	19	17
57	23,7	30,1	12,8	14,5	0	ND	61	83	18	10	1378 L	2022 L	138	131	90	82	1	1	44	45
58	8,6	3,3	13,2	5,0	33	69	32	29	25	9	101	1780	301	281	48	46	48	30	29	28
59	10,3	21,1	3,5	7,3	0	ND	233	207	21	20	204	230	84	98	137	121	9	7	36	35
60	17,8	16,2	14,6	11,7	0	ND	65	127	25	18	761	490	198	144	64	75	17	11	46	39
61	6,0	4,2	4,2	3,4	0	ND	100	146	29	23	287	237 L	190	138	60	86	79	79	57	40
62	15,2	10,8	19,1	13,6	0	ND	37	39	15	8	2610	2012	272	243	48	47	19	17	33	32
63	6,4	22,3	5,0	14,5	0	ND	129	115	48	38	139	211	240	214	67	63	5	4	42	45
64	14,5	-6,1	4,5	-2,0	0	ND	202	269	29	15	278 L	299 L	184	125	34	54	4	11	70	59
	10,2	11,3	6,6	7,4	3	2	126	128	26	22	109	291	127	125	95	90	29	25	35	33
65	3,3	10,3	1,1	3,0	0	ND	257	247	18	49	95	119	95	150	130	129	1	2	74	43
66	10,2	13,4	9,4	10,2	18	14	74	67	40	29	316	478	170	167	98	86	21	25	56	45
67	10,6	16,9	10,6	15,1	0	ND	55	71	28	26	241	345	169	154	81	80	42	41	56	57
68	3,7	18,7	2,8	10,4	0	ND	98	125	3	4	163 L	226 L	135	124	61	68	2	2	44	51
69	-16,3	-6,6	-5,6	-3,5	NR	ND	124	182	9	4	44 L	71 L	95	98	117	106	9	3	54	51
70	23,5	18,7	36,0	23,5	0	ND	39	46	42	29	2660	1117 L	390	183	55	71	17	90	33	36
71	8,6	7,7	8,6	8,2	34	28	59	30	24	9	422 L	426 L	247	313	39	43	51	74	54	58
72	6,9	8,2	6,8	9,9	ND	ND	76	53	56	41	138	173	193	144	108	101	8	11	29	18
	9,3	11,9	8,3	10,4	8	6	76	65	41	33	197	256	169	152	96	92	16	18	45	33
73	4,3	14,6	4,0	8,1	47	17	57	92	7	1	213 L	381	182	122	70	74	46	33	41	59
74	26,4	34,1	6,6	19,6	0	ND	148	79	30	21	208 L	930 L	117	149	102	65	71	55	44	45
75	-3,5	11,9	-4,1	8,1	NR	15	87	138	10	13	119 L	511 L	115	128	91	81	72	61	39	52
76	8,2	14,1	3,1	6,0	0	24	89	98	7	10	313	745 L	134	136	75	75	2	2	91	76
77	1,7	9,2	1,5	6,8	0	ND	68	95	4	2	183	274 L	160	140	57	63	51	68	48	60
78	7,3	8,5	7,5	6,5	41	36	69	87	17	9	699	1902	168	142	68	70	62	61	32	39
79	9,5	-4,4	9,0	-3,8	0	ND	45	74	0	0	2383	218	119	162	89	50	220	102	45	44
80	-27,9	20,5	-18,7	8,8	NR	35	187	188	10	4	41 L	350 L	138	108	57	43	576	665	51	68
81	10,4	4,8	15,3	6,8	0	ND	110	154	73	79	792	462	475	490	66	94	3	4	18	16
82	10,7	8,8	NR	NR	0	ND	8	6	46	36	NR	1771	261	213	93	93	26847	30287	ND	ND
83	-16,7	-5,3	-7,0	-1,7	NR	ND	278	234	23	10	55 L	87 L	114	100	116	100	57	41	50	66
84	10,1	17,2	9,3	14,3	40	34	81	92	38	50	388	404	201	219	78	86	37	32	52	52
	6,7	10,8	7,5	9,4	35	24	69	87	25	23	367	619	172	154	76	77	89	83	38	43

cont.

cont.

Empresas	Mês	DESEMPENHO DAS COMPANHIAS – SEMESTRES FINDOS ENTRE 05.79/10.79 e 05.80/10.80												
		Receitas Operacionais	VA%	Lucro Líquido	VA%	Dividendos	VA%	Invest. Imobil.	VA%	Subscr.	Bonif.	Nº de Ações Fin.	Lucro Líq./ Ação	Valor Patrimonial
		80	80/79	80	80/79	80	80/79	80	80/79	80	80	80	80	80
TÊXTIL														
85 - Cata	06	524	190	208	478	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	NR	NR
86 - Conf. Guararapes	06	2029	140	418	233	ND	ND	109	163	0	1000	620	0,67	5,16
87 - Cremer	06	1037	102	119	105	56	382	ND	ND	9	158	282	0,42	3,36
88 - Dohler	06	831	107	171	141	ND	ND	143	32	0	226	426	0,40	2,04
89 - F. Tec. S. José	06	587	59	84	39	NR	ND	ND	ND	0	104	228	0,37	4,14
90 - Indl. Schlosser	'06'	576	110	113	118	ND	ND	46	-9	0	90	270	0,42	2,64
91 - Kalil Sehbe	'06	552	101	136	290	25▲	92	20	97	28	0	100	1,36	7,61
92 - Marisol	09	464	181	61	135	ND	ND	ND	ND	0	36	94	0,65	3,51
93 - Nova América	06	2233	85	90	77	33	41	52	262	0	189	300	0,30	7,03
94 - Nylonsul	06	179	82	8	67	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	NR	NR
95 - S.P. Alpargatas	07	9689	164	1200	247	237	ND	ND	ND	0	1172	1582	0,76	7,51
96 - Tec. C. Renaux	'06'	585	95	81	158	ND	ND	ND	ND	27	36	225	0,36	3,55
97 - Tex. Arp	06	68	83	7	158	ND	ND	ND	ND	0	16	26	0,26	3,11
98 - Tex. F. Guimarães	06	633	147	61	128	21	82	ND	ND	40	89	187	0,32	3,52
99 - Tex. Hering	07	3492	86	667	111	87	12	ND	ND	0	254	577	1,16	5,89
100 - Tex. Karsten	Y06	655	109	117	27	47▲	103	138	318	0	0	187	0,63	4,11
101 - Tex. Renaux	'06'	336	78	48	27	ND	ND	ND	ND	0	26	111	0,43	4,61
Total do Setor	Nº Emp. 17	24471	123	3590	161	506	217	508	97	103	3395	5214		
PROD. ALIM. BEB. FUM.														
102 - Brahma	07	7225	102	317	-12	273	-5	231	-64	0	2596	4200	0,08	2,64
103 - Cacique Café	06	1403	18	135	19	36	20	ND	ND	0	192	300	0,45	6,80
104 - Café Brasília	06'	553	-19	46	-40	ND	ND	ND	ND	0	129	227	0,20	3,48
105 - Ceval	07	3217	152	419	158	ND	ND	ND	ND	ND	ND	761	0,55	2,62
106 - Chapecó	06	811	130	104	111	ND	ND	44	ND	0	58	175	0,59	3,77
107 - Iguaçu Café	06	1647	178	43	-15	ND	ND	ND	ND	0	134	140	0,31	5,40
108 - Kibon	06	3504	93	-45	NR	ND	ND	ND	ND	0	115	100	0,45	5,98
109 - Mh. Fluminense	06	603	30	624	131	273▲	110	13	-23	0	0	780	0,80	6,99
110 - Mh. Santista	06	2540	98	889	689	245▲	147	68	ND	650	0	1166	0,76	6,15
111 - Olvebra	06'	5106	149	156	286	64	100	126	124	0	192	640	0,24	4,05
112 - Perdigão	06	2907	150	278	124	ND	ND	ND	ND	249	125	480	0,68	4,48
113 - Souza Cruz	06	16412	68	1374	6	697	14	386	64	0	2787	4355	0,32	3,88
114 - Vin. R. Grandense	06	167	27	30	NR	14▲	67	14	ND	0	0	36	0,84	10,39
Total do Setor	Nº Emp. 13	46095	90	4369	65	1602	33	755	-20	898	6328	13359		
IND. DIVERSAS														
115 - Âncora	06	166	48	6	56	ND	ND	ND	ND	0	8	13	0,45	4,34
116 - Bonato	06	316	133	21	164	ND	ND	ND	ND	54	34	120	0,18	2,00
117 - Brinq. Bandeirantes	06	706	181	41	26	36▲	102	28	-9	4	0	166	0,25	4,18
118 - Brinq. Estrela	07	4584	132	508	139	129	124	69	62	134	239	761	0,67	4,21
119 - Mundial	06'	179	68	3	NR	ND	ND	ND	ND	0	22	34	0,08	3,33
120 - Simesc	06	195	148	24	1933	ND	ND	ND	ND	35	28	84	0,29	2,19
121 - Technos Rel.	10	667	68	44	82	ND	ND	ND	ND	0	144	172	0,26	2,72
122 - Vulcabrás	06	1110	106	70	190	18	66	41	289	50	72	145	0,48	4,59
Total do Setor	Nº Emp. 08	7924	120	717	141	184	112	138	64	276	547	1493		
CONSTRUÇÃO E IMOB.														
123 - Camargo Corrêa	06	9667	104	489	66	ND	ND	ND	ND	0	1916	4074	0,12	2,28
124 - Coest	'06'	171	-16	3	-92	5▲	-64	6	-94	0	0	250	0,01	1,83
125 - Concretex	06	2349	147	187	371	68	214	ND	ND	0	142	206	0,90	5,25
126 - Diâmetro Empr.	06	196	72	-19	NR	ND	ND	ND	ND	ND	ND	32	-0,58	7,41
127 - Ecisa	06'	1834	-9	71	NR	ND	ND	ND	ND	0	472	738	0,10	1,90
128 - Engevix	'06'	1077	102	42	65	ND	ND	ND	ND	0	68	102	0,41	3,02
129 - João Fortes Eng.	09	4138	116	397	83	ND	ND	ND	ND	0	445	475	0,84	3,74
130 - N. Odebrecht	06	7410	-10	328	-38	ND	ND	114	ND	0	734	200	1,64	20,76
131 - Servix Eng.	06	2744	55	25	241	ND	ND	ND	ND	0	650	1015	0,02	2,81
132 - Tecnosolo	06	554	56	40	143	ND	ND	ND	ND	0	65	88	0,45	3,78
Total do Setor	Nº Emp. 10	30139	45	1563	87	73	-96	6	-94	0	4492	7180		
TRANSPORTE														
133 - Líder Táxi Aéreo	A06A	578	130	-235	NR	ND	ND	ND	ND	ND	ND	38	-6,15	-5,87
134 - Varig	06	18624	131	603	-3	ND	ND	ND	ND	ND	ND	2257	0,27	4,72
Total do Setor	Nº Emp. 02	19102	131	368	-33	0	NR	0	ND	0	0	2296		

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.		Invest. Fin./ Imob. Téc.		Receita Operac./ Ativo Total	
	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)
85	8,6	49,8	19,9	39,7	0	ND	17	8	20	12	443 L	707 L	244	538	81	70	56	81	24	40
86	8,9	15,4	14,8	20,6	0	ND	19	22	0	0	NR	659	393	253	45	58	54	100	40	47
87	13,1	14,9	11,3	11,4	20	48	53	49	15	6	482	770	177	157	69	74	9	6	34	37
88	25,2	23,9	17,7	20,6	0	ND	89	70	13	4	646 L	1825 L	135	111	80	91	11	29	48	44
89	12,8	10,4	16,5	14,4	0	0	18	26	13	5	774	675	531	374	30	26	10	9	34	30
90	17,0	19,0	18,9	19,6	0	ND	62	69	0	8	773	638	157	141	61	76	4	3	32	30
91	11,4	21,6	12,7	24,7	37	18	114	145	21	21	312	258	107	106	79	106	286	538	34	27
92	30,6	37,1	15,8	13,2	0	ND	108	152	22	14	519 L	415	158	129	75	83	5	81	60	56
93	4,3	4,8	4,2	4,0	45	36	75	116	17	23	146 L	147 L	120	126	93	95	35	35	27	49
94	8,1	6,3	4,9	4,5	0	ND	168	153	10	10	168 L	174 L	136	148	58	49	18	21	54	49
95	6,0	11,7	9,4	12,4	0	20	30	40	21	26	2985 L	1073	283	263	57	58	46	66	44	45
96	8,8	12,0	10,5	13,9	0	ND	48	63	9	20	557	358	202	173	58	74	53	43	30	30
97	6,0	9,6	7,0	9,9	0	ND	75	43	1	0	356	661	158	221	54	38	0	0	35	41
98	7,3	9,9	10,4	9,6	44	35	54	65	34	23	690	598	264	221	58	54	14	19	27	37
99	24,9	23,6	16,9	19,1	24	13	99	80	22	16	445 L	871 L	130	121	92	93	81	138	46	57
100	27,0	16,9	29,3	17,8	25	40	83	77	20	16	807	737	148	135	82	87	152	86	33	48
101	15,8	10,9	20,0	14,2	0	ND	41	39	3	1	1398	1242	227	209	48	56	35	26	33	32
	10,3	14,7	12,5	14,7	12	14	48	55	19	19	547	603	199	181	64	68	47	67	38	44
102	5,8	3,2	10,1	4,4	80	86	49	64	28	19	475	172	139	71	94	119	35	77	23	27
103	10,5	7,5	9,6	9,6	26	27	87	78	0	2	408 L	235 L	104	118	73	78	122	245	51	34
104	16,4	6,0	11,3	8,3	0	ND	111	138	1	0	251	135	160	142	34	42	2	2	50	25
105	35,1	29,0	12,7	13,0	0	ND	309	206	4	4	NR	NR	108	106	85	89	27	95	46	48
106	22,4	19,4	13,9	12,8	0	ND	82	52	18	22	577	567	103	114	97	96	78	120	64	71
107	11,3	6,7	8,6	2,6	0	ND	77	92	0	0	1810	296 L	196	161	24	43	8	31	52	83
108	-0,8	-8,1	-0,2	-1,3	NR	ND	210	433	12	20	80	37 L	90	78	138	248	5	8	108	110
109	10,9	13,0	58,4	103,4	48	44	11	10	11	15	6048	NR	169	156	91	95	1457	2086	14	9
110	3,5	14,9	8,8	35,0	88	28	26	19	14	15	155	551	104	151	99	93	436	584	29	24
111	3,4	7,0	2,0	3,0	79	41	276	290	9	8	NR	134 L	102	100	108	115	44	82	39	45
112	17,3	16,7	10,6	9,6	0	ND	64	79	22	23	471	344	75	88	80	91	127	214	73	70
113	13,7	9,2	13,3	8,4	47	51	61	67	5	4	****	4608	156	145	68	70	54	61	43	43
114	-0,6	9,0	-0,8	17,8	NR	48	61	77	8	10	342	1206 L	222	198	35	40	24	43	26	18
	9,9	9,6	10,9	9,5	45	37	70	77	11	10	659	363	129	114	82	91	81	119	39	39
115	11,1	12,2	3,2	3,4	0	ND	111	92	16	13	221	254	119	126	89	90	118	152	140	138
116	8,9	10,5	6,0	6,8	0	ND	75	76	4	1	265	685 L	157	151	62	62	99	79	66	68
117	10,0	6,9	13,0	5,8	55	88	58	74	21	18	2370	1732	227	205	52	47	11	14	42	59
118	13,8	18,9	10,7	11,1	27	25	107	127	16	11	391	456 L	199	177	25	23	9	8	55	51
119	-10,1	2,6	-7,9	1,6	NR	ND	115	108	0	0	15 L	123 L	113	118	83	80	3	3	63	53
120	2,3	17,8	1,5	12,5	0	ND	153	102	47	34	101	250	157	185	126	72	1	5	51	48
121	10,5	10,8	6,1	6,6	0	ND	69	42	11	19	254	391	247	361	15	13	573	644	79	97
122	7,9	12,7	4,5	6,3	45	26	103	127	3	5	215	273	135	137	66	62	40	58	57	56
	11,2	15,2	8,3	9,1	29	26	97	110	15	11	350	442	190	176	37	35	22	26	57	56
123	4,4	5,3	6,2	5,1	774	ND	30	48	37	41	NR	1083	484	368	33	31	16	13	28	71
124	17,6	0,8	21,8	2,0	29	132	66	138	35	17	1715 L	151	201	111	77	79	5	10	32	11
125	7,1	20,2	4,2	7,9	55	36	88	122	16	13	230 L	329	111	110	102	102	9	11	81	54
126	0,0	-15,7	0,0	-9,5	NR	ND	97	175	4	11	243	149	196	148	15	16	15	18	30	26
127	-40,5	5,7	-16,9	3,9	NR	ND	384	286	39	75	-27	96	114	193	95	145	127	147	50	27
128	15,4	14,5	4,7	3,9	18	ND	129	169	4	1	937 L	537	136	125	51	48	9	10	120	118
129	27,3	27,5	11,3	9,6	0	ND	296	263	55	76	1257	490	268	474	10	14	85	83	35	43
130	27,9	9,1	6,4	4,4	0	ND	130	127	34	29	283	184	164	160	79	78	46	82	162	79
131	0,4	1,0	0,4	0,9	0	ND	38	62	15	32	607 L	200 L	238	235	56	60	8	12	32	29
132	9,7	13,4	4,6	7,2	0	ND	115	90	15	18	376 L	252 L	153	164	62	66	1	2	75	69
	6,3	7,8	4,0	5,2	278	5	87	107	37	46	231	297	231	233	48	55	26	35	52	52
133	....	NR	-30,0	-40,7	NR	ND	3150	-934	57	67	-153	-4 L	93	72	1674	-522	2	1	25	22
134	12,2	6,6	7,8	3,3	0	ND	123	183	42	44	NR	NR	126	110	129	166	8	7	26	61
	10,6	4,1	6,6	1,9	0	0	131	207	43	46	NR	NR	124	108	133	181	8	7	26	58

cont.

conclusão

Empresas	Mês	DESEMPENHO DAS COMPANHIAS – SEMESTRES FINDOS ENTRE 05.79/10.79 e 05.80/10.80												
		Receitas Operacionais	VA%	Lucro Líquido	VA%	Dividendos	VA%	Invest. Imobil.	VA%	Subscr.	Bonif.	Nº de Ações Fin.	Lucro Líq./ Ação	Valor Patrimonial
		80	80/79	80	80/79	80	80/79	80	80/79	80	80	80	80	80
COMUNICAÇÕES														
135 - Tel. B. Campo	06	1106	81	478	124	ND	ND	484	12	0	894	784	0,61	7,34
136 - Tel. Melh. Resist.	06	57	69	25	101	ND	ND	ND	ND	ND	ND	70	0,36	5,46
137 - Telemig	06'	3290	67	693	44	ND	ND	916	ND	0	1795	2817	0,25	3,19
138 - Telerj	06'	5555	66	2325	24	ND	ND	3139	56	0	0	7703	0,30	6,31
Total do Setor	Nº Emp. 04	10008	68	3521	37	0	NR	3623	48	0	2689	11373		
ELETRICIDADE														
139 - CERJ-CBEE	06'	2729	96	48	-65	ND	ND	314	-54	461	933	1841	0,03	2,76
140 - CESP	06	19322	88	4542	69	1696	46	8148	22	315	16244	71550	0,06	2,47
141 - CHESP	'06'	6612	136	612	240	ND	ND	8568	55	31	2884	6478	0,09	3,14
142 - Elétrica Caiva	06	265	98	9	444	ND	ND	ND	ND	ND	ND	400	0,02	1,08
143 - Eletrobrás	'06'	0	NR	12511	186	ND	ND	ND	ND	0	22914	48753	0,26	5,22
144 - F. L. Cat. Leop.	06	253	92	85	21	37	93	ND	ND	0	242	743	0,11	2,06
145 - Light	06'	35748	88	1359	-8	ND	ND	6050	82	277	11633	18270	NR	NR
146 - Paulista F. Luz	06	5504	90	-244	NR	ND	ND	1359	ND	0	2095	3313	-0,07	3,13
Total do Setor	Nº Emp. 08	70432	92	18921	123	1733	39	23080	42	1085	56944	151349		
SERV. DIVERSOS														
147 - Boz. Sim. Com. Ind.	'08'	40	288	226	212	27	33	ND	ND	0	74	337	0,67	12,50
148 - Brasmotor	'05'	-21	NR	259	96	147▲	94	16	56	0	0	421	0,61	5,94
149 - Docas Santos	06'	120	49	338	100	119	99	ND	ND	0	746	1492	0,23	3,08
150 - Itausa	07'	1119	133	973	165	81	-13	ND	ND	0	1700	750	1,30	10,85
151 - Veplan Res.	07'	131	-87	508	126	ND	ND	ND	ND	0	216	150	3,38	26,92
Total do Setor	Nº Emp. 05	1469	-8	2303	139	375	50	16	56	0	2736	3149		
COMÉRCIO														
152 - And. Clayton	06	8415	133	64	6	0	ND	94	258	0	346	540	0,12	4,42
153 - Casa Anglo Bras.	07	5915	75	422	191	182	72	22	-42	0	643	960	0,44	3,21
154 - Casa Masson	09*	419	11	20	101	ND	ND	ND	ND	NR	NR	145	0,13	2,75
155 - Grazziotin	09	1675	144	158	230	38	ND	ND	ND	0	113	235	0,67	2,75
156 - Irmãos Davoli	06	201	43	-6	-375	ND	ND	2	2000	0	29	45	-0,12	5,34
157 - J. H. Santos	07	2236	206	214	1100	ND	ND	ND	ND	0	56	115	1,86	6,25
158 - L. Americanas	06	6793	84	218	104	400▲	60	781	ND	0	0	1250	0,17	4,48
159 - L. Brasileiras	06	1861	90	45	-1	85▲	115	148	19	0	0	339	0,13	4,19
160 - L. Hering	'08X	465	185	42	332	16▲	200	34	698	5	0	45	0,94	5,37
161 - L. Renner	08	1497	118	124	205	ND	ND	ND	ND	30	45	189	0,66	5,86
162 - Lark	06	447	92	44	8780	ND	ND	ND	ND	0	46	137	0,33	1,91
163 - Prosdócimo	07	1684	124	38	460	ND	ND	9	-48	0	37	60	0,62	6,83
164 - T. Janer	09	1735	102	97	1691	38	ND	7	46	0	60	150	0,64	4,10
165 - Transparaná	07	1136	92	59	674	ND	ND	12	572	0	67	100	0,59	5,72
Total do Setor	Nº Emp. 14	34480	104	1539	204	759	89	328	52	35	1442	4310		
HOTELARIA E TURISMO														
166 - Bradesco Tur.	06	629	141	120	86	39	182	ND	ND	32	0	325	0,37	3,30
167 - Hot. Bradesco	05	61	51	-3	-571	ND	ND	ND	ND	0	13	43	-0,08	5,70
Total do Setor	Nº Emp. 02	691	129	117	79	39	182	0	ND	32	13	368		
PETRÓLEO E GÁS														
168 - Dist. Petr. Ipir.	07	9421	164	81	173	22	80	ND	ND	0	60	360	0,22	6,45
169 - Pet. Ipiranga	07	26267	178	268	38	64	33	ND	ND	0	200	800	0,33	4,55
170 - Petrobrás	A06A	302393	159	12542	41	ND	ND	ND	ND	0	33964	37738	0,33	6,77
171 - Ref. Petr. Ipir.	07	2180	211	229	679	55	409	ND	ND	0	230	500	0,46	4,27
Total do Setor	Nº Emp. 04	340261	160	13120	44	141	98	0	ND	0	34454	39398		
GRUPO NÃO-FINANCEIRO														
172 - Nac. Privadas		260382	103	21160	115	3561	-15	2053	4	6139	28246	68276		
173 - Estatais		436622	138	39713	79	1696	38	26702	43	5874	106277	219525		
174 - Estrangeiras		100161	88	8029	85	2394	53	2604	111	795	13474	21921		
Total do Grupo		797164	119	68902	89	7651	9	31359	43	12808	147997	309722		
Todas as Empresas		1211163	117	99971	93	19917	36			16500	190630	399196		

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.		Invest. Fin./ Imob. Téc.		Receita Operac./ Ativo Total	
	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)	79 (%)	80 (%)
135	7,9	10,2	34,9	43,2	0	ND	112	95	60	68	39	-296	29	33	198	184	0	0	7	7
136	7,0	13,2	37,3	44,4	0	ND	22	18	12	0	273	960	159	81	101	116	0	0	8	7
137	9,9	8,9	24,4	21,1	0	ND	124	156	67	62	42 L	4 L	52	32	216	255	0	1	9	8
138	6,7	5,4	55,8	41,9	0	ND	31	43	54	55	384	,,,,	52	34	129	139	42	35	5	5
	7,3	6,4	43,2	35,2	0	0	51	63	60	60	181	-66	49	33	147	159	25	21	6	6
139	5,4	1,0	9,7	1,7	52	ND	131	90	54	56	187	131	64	72	189	158	0	0	16	19
140	2,7	2,9	26,0	23,5	43	37	53	64	75	71	61	43	54	40	143	154	3	3	5	6
141	1,1	3,1	6,4	9,3	0	ND	380	652	86	88	107 L	109	70	41	442	719	0	0	3	4
142	0,6	4,0	1,2	3,3	0	ND	45	64	39	25	195	161	75	58	124	136	1	1	25	28
143	3,5	5,2	NR	NR	0	ND	122	135	91	82	170	186	222	81	79	80	15184	23823	ND	ND
144	9,0	6,2	53,0	33,6	27	44	31	25	61	56	383	272	194	173	106	100	13	16	7	8
145	4,6	2,5	7,8	3,8	0	ND	113	151	75	75	189	36	94	73	182	222	0	0	20	17
146	-7,2	-2,6	-14,7	-4,4	NR	ND	154	192	79	73	29	18 L	93	65	220	254	0	0	14	14
	3,0	3,9	23,2	26,9	15	9	110	133	85	80	108	76	113	65	137	150	46	38	9	9
147	3,2	6,0	697,1	559,2	28	12	14	14	54	48	198 L	276 L	24	31	106	108	6812	11270	0	1
148	12,1	11,8	NR	,,,,,	57	57	16	8	28	32	1605	2410	35	69	104	100	10956	6680	ND	-1
149	6,7	8,3	210,6	282,2	35	35	43	49	22	17	NR	NR	187	163	79	76	53	94	2	2
150	9,4	14,0	71,1	81,1	26	8	21	12	69	43	248 L	559 L	85	94	122	111	252	311	8	12
151	16,9	14,8	22,8	388,7	0	ND	445	118	62	67	174 L	436 L	141	85	95	93	1459	11701	11	1
	8,7	11,3	60,6	156,7	26	16	77	37	57	50	251	504	139	115	104	99	345	467	7	4
152	4,3	2,9	1,7	0,8	0	0	161	339	11	7	208 L	147 L	120	104	84	83	16	14	90	80
153	8,3	15,6	4,3	7,1	73	43	134	141	4	5	363	579	133	141	41	45	283	271	73	76
154	5,1	2,9	2,6	4,7	0	ND	107	85	4	8	243	351	161	180	54	44	14	7	70	45
155	17,9	29,3	7,0	9,4	0	24	121	157	11	14	2349 L	1596	166	165	40	33	12	14	90	93
156	1,3	-2,5	1,4	-2,7	0	ND	55	48	6	23	226 L	124 L	109	162	72	79	416	360	52	54
157	7,0	37,8	2,4	9,6	0	ND	257	257	20	8	168	556	141	127	41	40	38	58	70	85
158	3,3	4,2	2,9	3,2	233	183	39	45	6	8	****	****	166	140	76	85	2	2	57	61
159	8,1	3,4	4,6	2,4	87	190	134	78	41	7	NR	952	172	135	96	77	3	3	69	53
160	9,1	19,0	6,0	9,1	55	38	75	124	4	7	NR	817	166	144	54	57	9	11	69	75
161	7,6	13,4	5,9	8,3	0	ND	43	75	17	23	6428 L	1741	285	228	40	40	22	10	70	68
162	0,4	20,5	0,2	9,9	0	ND	80	44	4	19	209	638	155	241	61	54	57	85	90	108
163	2,9	10,5	0,9	2,2	0	ND	221	275	5	4	197	821	128	125	44	43	16	16	88	102
164	1,8	18,6	0,6	5,6	0	39	170	150	5	10	111 L	420 L	132	151	56	45	19	21	71	84
165	2,4	20,6	1,3	5,2	0	ND	60	56	2	7	306	965	203	201	36	50	5	41	105	127
	5,4	9,7	3,0	4,5	79	49	100	130	11	8	337	485	144	131	64	65	20	20	72	74
166	12,8	13,0	24,7	19,0	21	33	53	70	0	0	NR	NR	221	198	36	28	19	33	30	33
167	0,5	-1,5	1,7	-5,4	0	ND	6	4	0	0	151	NR	197	313	90	91	1	1	15	15
	9,9	10,2	21,6	16,9	21	33	42	58	NR	NR	151	NR	220	199	48	40	10	17	27	30
168	2,5	3,9	0,8	0,9	41	27	70	89	7	10	NR	NR	131	140	78	73	188	200	137	189
169	12,7	8,4	2,1	1,0	25	24	131	152	7	7	538	NR	128	133	61	56	46	46	194	246
170	6,5	5,6	7,6	4,1	0	ND	73	174	33	22	366 L	147	139	119	103	109	6	7	44	43
171	2,9	12,5	4,2	10,5	37	24	51	84	4	13	915	NR	137	146	80	74	91	126	30	42
	6,5	5,7	7,0	3,9	1	1	73	173	32	22	371	147	138	120	102	108	7	8	47	47
172	7,5	9,3	7,7	8,1	42	17	81	87	37	33	137	340	164	149	88	92	61	61	37	42
173	4,3	4,5	12,1	9,1	6	4	98	142	71	58	130	97	119	96	134	146	28	26	19	22
174	9,8	11,0	8,2	8,0	36	30	80	93	17	15	500	450	145	133	78	81	55	59	41	43
	5,3	5,9	10,0	8,6	19	11	94	128	62	53	143	132	135	110	121	131	33	32	25	28
	5,6	6,6	9,3	8,3	28	20														

N.Cham. 332.678 1 P
Autor
Título Revista brasileira de mercado de capitais

v.6, n.18, set. 1980 PUC-Rio - PUCB 00205319

Devolver em NOME DO LEITOR
21 DEZ. 2012

PROGR

3278 · 2

VOCÊ VAI FALAR DIRETAMENTE COM A COMUNIDADE DOS SISTEMAS DE COMPUTADORES E TELECOMUNICAÇÕES DO BRASIL. VIA BOLSA.

No dia 20 de abril, a revista **Bolsa** vai lançar uma edição especial sobre telecomunicações e computadores no Brasil.
Um balanço completo dos setores, mostrando a situação atual e as perspectivas do mercado.
Os caminhos da produção de insumos e componentes.
A tão esperada reserva de mercado e o acesso a produtos estrangeiros. A iniciativa privada e a transmissão de dados.
As universidades e a indústria, juntas pela evolução tecnológica.
Entrevistas e depoimentos.
Uma edição que vai ser lida e analisada por todos que direta ou indiretamente contribuem para o desenvolvimento das telecomunicações e da computação no Brasil.
Participe desta edição.
Mostre o que sua empresa também está fazendo.

06 NOV. 2000

bolsa

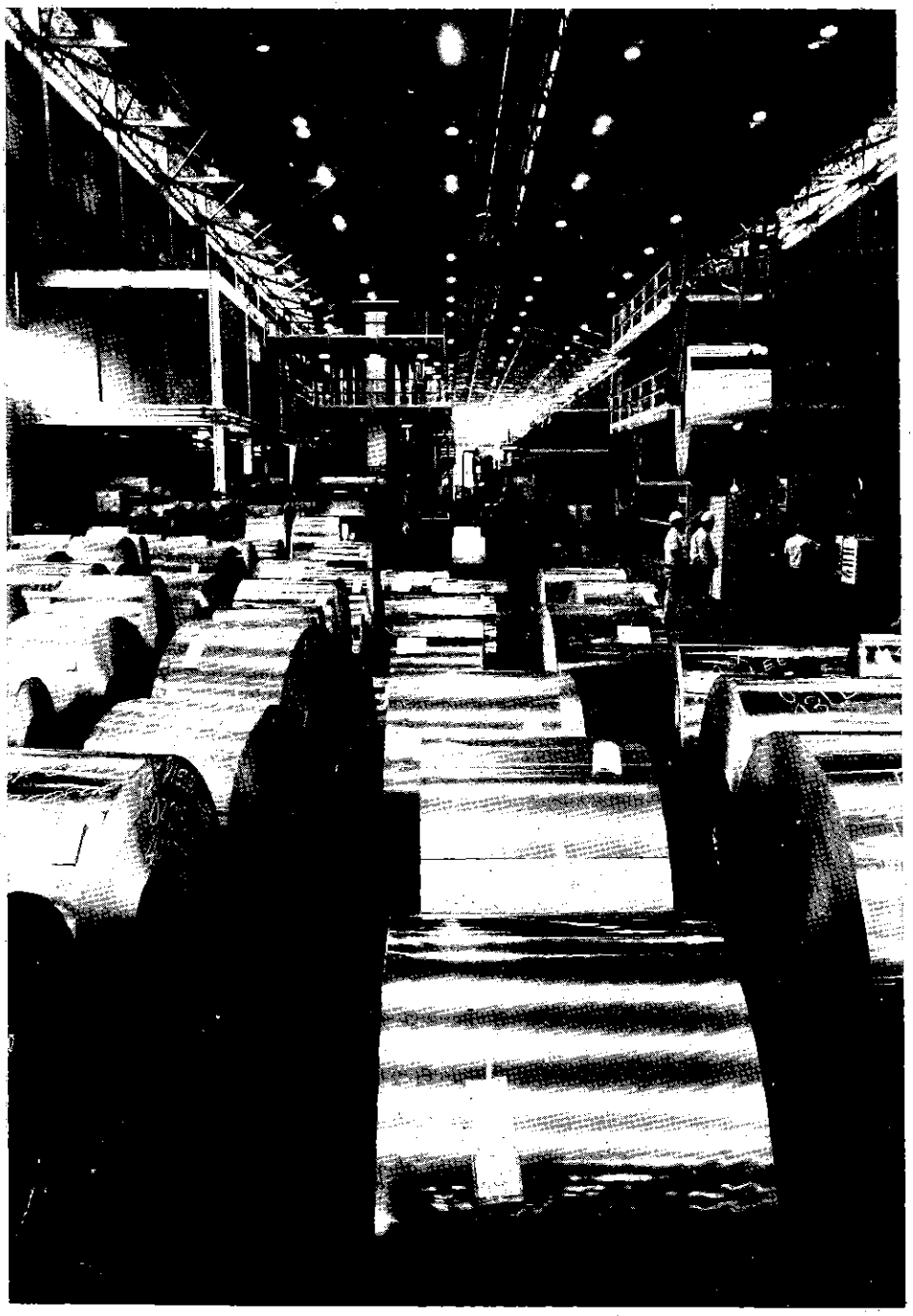
EDIÇÃO ESPECIAL
TELECOMUNICAÇÕES E COMPUTADORES

Rio de Janeiro:
Praça XV de Novembro, 20 - 9.º andar
Tel.: 291.5354, R. 315, 319, 456
São Paulo:
Rua Líbero Badaró, 462 - 1.º andar
Tel.: 37.0728 e 37.9001

RESERVE LOGO O SEU ESPAÇO.

Entrega de material: 16/04/81

AÇO É CONOSCO



Depois de 40 anos já podemos falar em tradição. De pioneira, de empresa que colocou o Brasil, em 1941, na era do aço, com uma produção inicial de 270.000 toneladas, a Companhia Siderúrgica Nacional é hoje matriz da técnica e da moderna tecnologia siderúrgica no País, com uma produção que ultrapassa 2,5 milhões de toneladas anuais, tendo chegado ao final de 1980 com a marca de 2.544.844 toneladas.

E a CSN marcha célere para a meta de 4,6 milhões de toneladas, previstas no estágio III da Expansão, em pleno andamento, no qual já foram investidos cerca de US$ 1.7 bilhões. Ainda no estágio III, a CSN, já a maior fabricante da América Latina de folhas metálicas, elevará sua produção para mais de 1 milhão de toneladas anuais de folhas-de-flandres.

É por isso que podemos dizer que aço é conosco.

Experiência é tudo na vida...

Companhia Siderúrgica Nacional

Siderbrás