

Universidade de São Paulo
Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas
Departamento de História
Programa de Pós-Graduação em História Econômica

**Desenvolvimento Financeiro e Crescimento Econômico:
A Modernização do Sistema Financeiro Brasileiro**

Tharcisio Bierrenbach de Souza Santos

**Tese apresentada ao Departamento de História
da Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências
Humanas da Universidade de São Paulo, para a
obtenção do título de Doutor em Ciências.**

Orientador: Profa. Dra. Raquel Glezer

**São Paulo
2005**

Universidade de São Paulo
Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas
Departamento de História
Programa de Pós-Graduação em História Econômica

**Desenvolvimento Financeiro e Crescimento Econômico:
A Modernização do Sistema Financeiro Brasileiro**

Tharcisio Bierrenbach de Souza Santos

São Paulo
2005

A meus pais, Grace e Tharcisio, pelo exemplo e dedicação com que viveram sempre; à Silvia Regina, parceira ao longo de uma vida, pelo incentivo e apoio em todas as horas, a meu filho, Tharcisio e minha nora Claudia, executivos do mercado financeiro e ao futuro deste país: Isabella e Rafael, que certamente estarão atuando no mercado quando eu não mais puder assistir seu desempenho, dedico este trabalho.

Meus agradecimentos à Professora Doutora Raquel Glezer, pela sabedoria dos conselhos e pelo apoio durante todo o transcorrer do trabalho. Igual referência é necessária em relação aos Professores Doutores Benedicto Heloiz Nascimento, Maria Hermínia Tavares de Almeida, Vera Lúcia do Amaral Ferlini e Wilson Barbosa do Nascimento, responsáveis pelos cursos que tive a oportunidade de seguir na FFLCH-USP.

RESUMO

O processo de modernização dos mercados financeiros e de capitais no período compreendido entre 1964 e 2004 é analisado em detalhes, bem como sua correlação com o crescimento econômico brasileiro.

São apresentadas, de forma cronológica, as ações desencadeadas durante o período de quarenta anos, pelas autoridades econômicas e pelo Congresso Nacional, para a regulamentação e normatização dos mercados financeiros e de capitais.

Na seqüência se analisa de modo detalhado o comportamento da economia brasileira durante todo o período, por meio de um conjunto de estatísticas que mostram os diferentes aspectos macroeconômicos. Esta análise é complementada pelo estudo do comportamento das principais variáveis do mercado financeiro e do mercado de capitais.

Discute-se, por fim, a questão teórica das relações entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico, mostrando que existe uma relação direta entre o primeiro e o segundo, na medida em que o desenvolvimento financeiro gera crescimento econômico.

Palavras-chave: Modernização, mercado de capitais, crescimento econômico, instituições financeiras, desenvolvimento financeiro.

ABSTRACT

This dissertation analyses the process of modernization of the Brazilian financial and capital markets and its correlation to the growth and development of the Brazilian economy during the period 1964 to 2004.

This dissertation also describes in a chronological fashion, for the past four decades, the policies implemented by the Brazilian economic authorities as well as the ones approved by the Brazilian Congress aimed at establishing the rules and regulations for the Brazilian financial and capital markets. Moreover, the evolution of the Brazilian economy for this period is discussed. A substantial amount of economic data is used to study the different macroeconomic changes that took place during the period under study.

Finally, this dissertation elaborates and adds to the theoretical discussion: as to whether or not there is a relationship between economic growth and financial development. This dissertation shows that there is direct relationship between the two, since financial development generates economic growth.

Key-words: Modernization, capital markets, economic growth, financial institutions, financial development.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	001
1 Antecedentes.....	002
2 Objeto	006
3 Hipótese de Trabalho.....	010
4 Método.....	010
5 Periodização.....	015
6 Estrutura do Trabalho	016
CAPÍTULO I - MERCADOS e AUTORITARISMO - O Desempenho dos Mercados no Regime Militar.....	020
1.1 O Plano de Ação Econômica do Governo.....	021
1.2 Instrumentos Normativos da Reestruturação dos Mercados.....	024
1.1.2 Correção Monetária	025
1.2.2 Sistema Financeiro de Habitação	026
1.2.3 Reforma Bancária.....	028
1.2.4 Institucionalização do Mercado de Capitais.....	029
1.2.5 Regulamentação da Atuação dos Auditores Independentes	031
1.2.6 Fundo de Garantia por Tempo de Serviço - FGTS	031
1.2.7 Regulamentação do Setor Segurador.....	032
1.2.8 Regulamentação das Sociedades de Capitalização.....	033
1.3 O Mercado Financeiro.....	034
1.3.1 Organização do Banco Central.....	035
1.3.2 Estrutura do Sistema Financeiro.....	040
1.3.3 Regulamentação de Bancos de Investimento, Consórcios e Empresas de Arrendamento Mercantil.....	043
1.3.4 Fortalecimento do Mercado e Combate às Crises de Liquidez....	047
1.3.5 O Financiamento Habitacional.....	049
1.3.6 Sistema Especial de Liquidação e Custódia – SELIC.....	052
1.4 O Mercado de Capitais.....	053
1.4.1 Estruturação e Afirmação do Mercado de Capitais.....	053
1.4.1.1 Alterações sofridas pelas Sociedades Anônimas	054
1.4.1.2 Regulamentação do Sistema de Emissão e Distribuição de Títulos..	055
1.4.2 Fundos de Incentivos Fiscais.....	056
1.4.3 Fundos de Investimento.....	059
1.4.4 Sociedades de Investimento de Capital Estrangeiro - SICE	061
1.4.5 Comissão de Valores Mobiliários – CVM.....	062
1.4.6 Regulamentação das Sociedades Anônimas	064
1.4.6.1 Ações	065
1.4.6.2 Debêntures	067
1.4.7 Regulamentação das Entidades de Previdência Privada	068
1.4.8 Mercados Futuros e de Opções de Ações.....	071

CAPÍTULO II - A CONSOLIDAÇÃO DOS MERCADOS SOB O REGIME DEMOCRÁTICO	072
2.1 Mercado Financeiro.....	077
2.1.1 Mudanças na Estrutura do Sistema Financeiro Nacional	077
2.1.2 Regulamentação de Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional..	079
2.1.3 A Questão do Risco Sistêmico	080
2.1.4 Os Riscos de Crédito.....	087
2.1.5 Combate à Lavagem de Dinheiro	090
2.1.6 Privatização dos Bancos Estaduais.....	091
2.1.7 Atuação dos Bancos Estrangeiros.....	096
2.1.8 Autonomia do Banco Central.....	099
2.1.9 Evolução Recente do Sistema Financeiro Nacional	101
2.2 O Mercado de Capitais.....	108
2.2.1 Novos Tipos de Operações	109
2.2.2 Internacionalização do Mercado de Capitais	114
2.2.3 A criação da BM&F e a ampliação do uso de derivativos	116
2.2.4 Fundos de Investimento.....	117
2.2.5 Mudanças na Legislação Regulatória, na Lei das Sociedades Anônimas e a Nova Lei de Falências.....	120
2.2.5.1 Alterações na Legislação da Comissão de Valores Mobiliários....	120
2.2.5.2 Alterações na Lei de Sociedades Anônimas	121
2.2.5.3 Nova Lei de Falências	124
2.2.6 Governança Corporativa.....	131
CAPÍTULO III - A ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO 1964/2004 AS RELAÇÕES ENTRE DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E CRESCIMENTO ECONÔMICO	134
3.1 A Evolução da Economia Brasileira Entre 1964 e 1984.....	135
3.1.1 Crescimento do Produto.....	135
3.1.2 Evolução da Dívida Externa e da Dívida Interna	138
3.1.3 Comércio Exterior	140
3.1.4 Comportamento do Nível Geral de Preços.....	146
3.2 Evolução da Economia Brasileira Entre 1985 e 2004	149
3.2.1 Crescimento Econômico.....	149
3.2.2 Evolução da Dívida Externa e da Dívida Interna	157
3.2.3 Comércio Exterior	163
3.2.4 Comportamento do Nível Geral de Preços.....	169
3.3 Indicadores do Desempenho dos Mercados.....	174
3.4 Revisão Bibliográfica.....	183
3.4.1 O Debate Acadêmico no Exterior	183
3.4.2 Relações do Desenvolvimento Financeiro com a Estrutura Legal	189
3.4.3 Diferenças entre Grau de Capitalização e Desenvolvimento Financeiro	192
3.4.4 A Contribuição Acadêmica no Brasil.....	195

CONSIDERAÇÕES FINAIS	197
BIBLIOGRAFIA	203
Anexo 1 DELTEC - Reminiscências de Dauphinot.....	221
Anexo 2 Entrevista com Roberto Teixeira da Costa	223
Anexo 3 Entrevista com Luiz Fernando Figueiredo	226
Anexo 4 Entrevista com Manoel Felix Cintra Neto	229
Anexo 5 Entrevista com o Prof. Dr. Antonio Delfim Netto.....	233
Anexo 6 Entrevista com Luiz de Figueiredo Forbes	237

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	- American Depositary Receipt
AMFORP	- American Foreign Power Company
ANBID	- Associação Brasileira dos Bancos de Investimento
ANDIMA	- Associação Nacional de Dirigentes do Mercado Aberto
Bacen	- Banco Central do Brasil
BBF	- Bolsa Brasileira de Futuros
BIS	- Bank of International Settlements
BM&F	- Bolsa de Mercadorias e Futuros
BMSP	- Bolsa de Mercadorias de São Paulo
BNDE	- Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico
BNDES	- Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social
BNH	- Banco Nacional de Habitação
BOVESPA	- Bolsa de Valores de São Paulo
CBI	- Companhia Brasileira de Investimentos
CDI	- Certificado de Depósito Interbancário
CERF	- Comissão Executiva da Reforma Fiscal
CETIP	- Central de Custódia e Líquidação de Títulos Privados
CMN	- Conselho Monetário Nacional
CNSP	- Conselho Nacional de Seguros Privados
COAF	- Conselho de Controle de Atividades Financeiras
COFIE	- Comissão de Fusões e Incorporações de Empresas
COFINS	- Contribuição para Financiamento da Previdência Social
CPMF	- Contribuição Provisória sobre a Movimentação - Contribuição Permanente sobre a Movimentação
CREAI	- Carteira de Crédito Agrícola e Industrial
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
DR	- Depositary Receipt
EAPP	- Entidade Aberta de Previdência Privada
EFPP	- Entidade Fechada de Previdência Privada
EMBRATUR	- Empresa Brasileira de Turismo
FED	- Federal Reserve System
FGC	- Fundo Garantidor de Créditos
FGTS	- Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
FGV	- Fundação Getúlio Vargas

FINAME	- Programa de Financiamento de Maquinas e Equipamentos - Agência Especial de Financiamento Industrial
FIPEME	- Programa de Financiamento de Pequenas e Médias Empresas
FMI	- Fundo Monetário Internacional
GDR	- Global Depositary Receipt
IBDF	- Instituto Brasileiro de Desenvolvimento Florestal
IBEC	- International Basic Economic Corporation
IBGE	- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IBOVESPA	- Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IGC	- Índice do Novo Mercado - Governança Corporativa
IGP-DI	- Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna
IOF	- Imposto sobre Operações Financeiras
IPEA	- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
LTN	- Letras do Tesouro Nacional
MDIC	- Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior
MERCOSUL	- Mercado Comum da América do Sul
OCDE	- Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ORTN	- Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
PAEG	- Plano de Ação Econômica do Governo
PETROBRAS	- Petróleo Brasileiro S/A
PIB	- Produto Interno Bruto
PIS	- Programa de Integração Social
PROER	- Programa de Estímulo à Reestruturação do Sistema Financeiro
PROES	- Programa de Estímulo à Redução do Setor Público no Setor Financeiro
RAET	- Regime Especial de Administração Temporária
SEC	- Securities Exchange Commission
SECEX	- Secretaria de Comércio Exterior
SELIC	- Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SFH	- Sistema Financeiro da Habitação
SFI	- Sistema Financeiro Imobiliário
SICE	- Sociedade de Investimento de Capital Estrangeiro
SPB	- Sistema de Pagamentos Brasileiro
SPC	- Special Purpose Company
SRF	- Secretaria da Receita Federal

SUDAM	- Superintendência de Desenvolvimento da Amazônia
SUDENE	- Superintendência de Desenvolvimento do Nordeste
SUDEPE	- Superintendência de Desenvolvimento da Pesca
SUMOC	- Superintendência da Moeda e do Crédito
SUNAMAN	- Superintendência da Marinha Mercante
SUSEP	- Superintendência de Seguros Privados
UFIR	- Unidade Fiscal do Imposto de Renda
UPC	- Unidade Padrão de Capital

LISTA DE FIGURAS

Figura 2.1 - Esquema Gráfico de Securitização – Fase 1.....	111
Figura 2.2 - Esquema Gráfico de Securitização – Fase 2.....	112
Figura 2.3 - Esquema Gráfico de Lançamento de ADR's/GDR's.....	114

LISTA DE QUADROS

Quadro 1.1 - Evolução das Empresas de Capital Aberto Registradas	054
Quadro 1.2 - Evolução das Entidades Fechadas de Previdência Privada	069
Quadro 2.1 - Evolução do Segmento Bancário segundo a Origem do Capital e o Valor Médio dos Ativos	102
Quadro 2.2 - Evolução do Patrimônio Líquido das instituições Bancárias, segundo o tipo.....	103
Quadro 2.3 - Participação das Instituições do Segmento Bancário nas Operações de Crédito	105
Quadro 2.4 - Participação das Instituições do Segmento Bancário nos Depósitos	106
Quadro 3.1 - Comércio Exterior Brasileiro – 1964/1984.....	142
Quadro 3.2 - Exportações Brasileiras por Valor Agregado – 1964/1984	144
Quadro 3.3 - Exportações Brasileiras por Fator Agregado – 1985 a 2004	167
Quadro 3.4 - Comércio Exterior Brasileiro – 1985/2004.....	168

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1 - Evolução do Patrimônio das EAPP - 1994/2004.....	070
Gráfico 2.1 - Desempenho no Mercado: IBOVESPA x IGC.....	133
Gráfico 3.1 - Taxas de Crescimento do PIB - 1964/1984	136
Gráfico 3.2 - Formação Bruta de Capital Fixo - % do PIB - 1964/1984.....	137
Gráfico 3.3 - Dívida Externa Registrada - 1964/1984	139
Gráfico 3.4 - Dívida Interna Federal - % PIB - 1964/1984	140
Gráfico 3.5 - Comércio Exterior - 1964/1984	141
Gráfico 3.6 - Inflação Anual - IGP-DI - 1964/1984	146
Gráfico 3.7 - Inflação Brasileira 1964/1984 - Média Mensal IGP-DI	148
Gráfico 3.8 - Evolução do PIB - US\$ milhões - 1985/2004	149
Gráfico 3.9 - Evolução do PIB - R\$ milhões - 1985/2004	151
Gráfico 3.10 - Taxas de Crescimento do PIB - 1985/2004	152
Gráfico 3.11 - Formação Bruta de Capital Fixo - % do PIB - 1985/2004.....	154
Gráfico 3.12 - Investimentos Estrangeiros - 1985/2004.....	155
Gráfico 3.13 - Dívida Externa Registrada - 1985/2004	157
Gráfico 3.14 - Evolução da Dívida Externa Pública e Privada 1985/2004	158
Gráfico 3.15 - Dívida Interna Federal - % do PIB - 1985/2004.....	160
Gráfico 3.16 - Carga Tributária - % PIB	161
Gráfico 3.17 - Tributos em Cascata - % PIB.....	162
Gráfico 3.18 - Balanço de Pagamentos - 1985/2004.....	163
Gráfico 3.19 - Índice de Taxa de Câmbio Real (IPA-DI) - jun/94	165
Gráfico 3.20 - Comércio Exterior - 1985/2004	166
Gráfico 3.21 - Inflação Anual - IGP-DI	170
Gráfico 3.22 - Inflação Brasileira - 1985/1994 - Média Mensal IGP-DI	171
Gráfico 3.23 - Inflação Brasileira 1995/2004 - Média Mensal IGP-DI	172
Gráfico 3.24 - Evolução dos Empréstimos 1980/2004.....	174
Gráfico 3.25 - Empréstimos/PIB - Relação %.....	176

Gráfico 3.26 - Empréstimos do BNDES - 1964/2004.....	177
Gráfico 3.27 - Mercado Primário - Ofertas Registradas - 1982/2004	178
Gráfico 3.28 - Valor Total de Ofertas Registradas - 1982/2004	179
Gráfico 3.29 - Empresas Abertas e Empresas Listadas na Bovespa.....	180
Gráfico 3.30 - Operações de Mercados Futuros - 2001/2004.....	181
Gráfico 3.31 - Composição das Operações de Mercados Futuros - 2004.....	182

INTRODUÇÃO

1 ANTECEDENTES

Os mercados financeiros e de capitais brasileiros têm seu desenvolvimento a partir da realização, em 1944, da Conferência Monetária e Financeira das Nações Unidas e Associados, sediada na cidade de Bretton-Woods, estado de New Hampshire, nos Estados Unidos.

De acordo com Carvalho¹,

“... tratava-se de criar regras e instituições formais de ordenação de um sistema monetário internacional capaz de superar as enormes limitações que os sistemas então conhecidos, o padrão-ouro e o sistema de desvalorizações cambiais competitivas, haviam imposto não apenas ao comércio internacional mas também à própria operação das economias domésticas.”

Nessa conferência foram criadas as chamadas instituições financeiras internacionais, que são o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial. A elas, cujo início de funcionamento se deu em 1947, foi delegada a função de coordenar os mercados financeiros e de capitais internacionais no período do pós-guerra.

A ordenação introduzida por Bretton Woods, com paridades cambiais fixas e uso do dólar norte-americano como a moeda de reserva internacional, foi rompida no início dos anos 1970. Foi nessa ocasião que os Estados Unidos, premidos por déficits cambiais crescentes que decorriam da Guerra do Vietnã, romperam unilateralmente com a paridade fixa entre sua moeda e o ouro, peça fundamental do sistema criado em 1944.

De qualquer forma, na ausência de novos mecanismos internacionais, os mercados financeiros e de capitais, no início do século XXI, ainda

¹ CARVALHO, Fernando J. Cardim. *Bretton Woods aos 60 Anos*, in <http://www.ie.ufrj.br>, consultado em 1/11/2005, p. 1.

guardam grande relação com as definições decorrentes de Bretton-Woods. A queda do Muro de Berlim e o subsequente esfacelamento da União Soviética provocaram a adesão dos países integrantes do bloco da Europa de Leste ao modelo ocidental.

No Brasil, a influência de Bretton-Woods foi muito grande, mas não houve obediência imediata. A recomendação daquela conferência, no sentido de se criarem instituições especialmente encarregadas de desempenhar funções de autoridade monetária em cada um dos países participantes não foi seguida de imediato, preferindo-se uma solução intermediária.

O Banco do Brasil continuou a se encarregar da execução das políticas do setor e da fiscalização das instituições que operavam especialmente no mercado financeiro. Ao mesmo tempo, dele se retirou a função normativa, que passou a ser desempenhada por uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, a SUMOC – Superintendência da Moeda e do Crédito.

Criada em 1945, a SUMOC coexistiu com a ação do Banco do Brasil com grandes dificuldades durante os dezoito anos subsequentes. Na realidade, a divisão de tarefas que se pretendia realizar nunca conseguiu ser eficiente. Os atritos entre o órgão responsável pelas normas e aquele que tinha sido encarregado da execução foram uma constante.

A razão para esses problemas pode ser encontrada no fato que, freqüentemente durante o período compreendido entre 1946 e 1964, os ocupantes dos cargos de Ministro da Fazenda e de Presidente do Banco do Brasil pertenciam a correntes políticas distintas, cada qual procurando sobrepujar a outra.

Assim, o que deveria ter sido uma atuação essencialmente técnica, transformou-se em um debate político, com opiniões divergentes sobre aspectos em que deveria haver uma convergência ditada pela escolha de uma dada diretriz de política monetária e creditícia.

No mercado financeiro, deve-se destacar a criação, em 1952, do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, resultado dos trabalhos na área de planejamento de longo prazo para a economia brasileira, que se iniciaram durante o período do Estado Novo e imediatamente após a Segunda Guerra Mundial.

O BNDE foi um marco no desenvolvimento financeiro do país em razão de dois aspectos distintos. Em primeiro lugar, por visar o financiamento de projetos de longo prazo de maturação, introduziu a metodologia de análise de projetos por equipes técnicas multidisciplinares, sendo responsável pela formação de quadros de elevada qualidade desde o início de sua operação. Em segundo lugar, foi o grande agente modernizador da economia brasileira, acompanhando sua evolução, ajudando a definir suas prioridades e concedendo o necessário suporte financeiro e técnico. Esse apoio foi tanto para as obras de infra-estrutura econômica, características da década de 1950, como para as empresas privadas brasileiras, no seu processo de expansão, atendimento do mercado interno e, mais recentemente, busca da competitividade em mercados internacionais.

Outro ponto característico da década de 1950 e do início da década de 1960 foi a expansão das operações das sociedades de crédito, financiamento e investimentos. Estas instituições financeiras não bancárias registraram grande desenvolvimento, na medida em que suas operações, celebradas através de letras de câmbio, permitiam que se evitasse sobre as operações de crédito a tipificação de juros em desacordo com o estabelecido pela Lei da Usura, que datava dos anos 1940. Assim, uma parte importante das operações de crédito foi realizada através dessas empresas, que receberam a denominação de *financeiras*².

O mercado de capitais cresceu a partir do final dos anos 1940, depois de um período de relativo abandono, causado pela Crise de 1929, pelos anos de Depressão e pela Segunda Guerra Mundial.

² Vide entrevista do Sr. Roberto Teixeira da Costa, no anexo 2.

Durante os anos 1950, começaram a ocorrer operações de lançamentos de ações no mercado primário, através de vendas realizadas por duas instituições que iniciaram suas operações no final da década dos anos 1940.

Segundo Roberto Teixeira da Costa³, economista e primeiro presidente da CVM – Comissão de Valores Mobiliários, a primeira dessas instituições foi a IBEC – International Basic Economic Corporation, criada em 1946 e que pertencia ao Grupo Rockefeller. Essa empresa, no final dos anos 1950, lançou o primeiro fundo de investimentos a operar no Brasil, o Fundo Crescinco, sendo absorvida posteriormente pelo Banco de Investimentos do Brasil – BIB, constituído pelos Grupos Moreira Salles e Rockefeller.

A outra instituição, cuja criação em 1947 envolveu a formação de um banco de investimentos, com participação de bancos brasileiros e de financistas norte-americanos, nos moldes dos que já existiam em Wall Street, denominava-se Deltec. A Deltec foi responsável por vários lançamentos de ações no mercado primário entre 1948 e o início da década de 1960, tendo sido, a partir de 1949, uma empresa controlada pelo grupo de profissionais norte-americanos que havia participado de sua fundação. Entre as operações realizadas, cabe destacar os lançamentos de ações de companhias de telefonia e eletricidade, ligadas ao grupo norte-americano AMFORP – American Foreign Power Company ao final dos anos 1940 e o lançamento das ações da Willys Overland do Brasil, na segunda metade dos anos 1950.

Outra empresa importante nessa fase heróica do mercado de capitais, em que as vendas no mercado primário eram basicamente feitas pelo processo de visitas a clientes em perspectiva, de porta em porta, foi a CBI – Companhia Brasileira de Investimentos, segundo Luiz de Figueiredo Forbes⁴. Nela se formaram vários dos atores posteriores do mercado de capitais durante os anos 1980 que foram parte da força de vendas da CBI.

³ Idem.

⁴ Entrevista ao autor no anexo 6.

2 OBJETO

O objeto deste trabalho consiste no estudo do processo de modernização dos mercados financeiros e de capitais no Brasil, no período compreendido entre 1964 e 2004, a partir da análise das ações empreendidas pelos atores desses mercados, governo e agentes econômicos, no sentido de dotá-los da necessária flexibilidade e sofisticação capaz de contribuir para o crescimento econômico do país.

A análise dos fenômenos causais que guardam relação com o desenvolvimento econômico é relativamente recente, tanto na literatura estrangeira, como no Brasil.

Na segunda metade dos anos 1980 surgiram estudos sobre o crescimento econômico, procurando analisar as implicações decorrentes de ações sobre os investimentos de infra-estrutura nas políticas de distribuição de renda e fiscal.

Com relação à contribuição do sistema financeiro para o crescimento econômico, os estudos que procuraram abordar esta questão surgiram na literatura especializada estrangeira desde a formulação inicial de Schumpeter⁵ em 1911.

Nos anos 1950, desde a posição exposta por Jean Robinson⁶ em 1952, poucos autores trataram do assunto. As principais contribuições foram as de Solow⁷, em 1956, e de Modigliani e Miller⁸, em 1958. O assunto foi tratado ao final dos anos 1960 por Cameron⁹,

⁵ SCHUMPETER, Josef A. *The Theory of Economic Development*. 10^a ed. New Brunswick: Transaction Publishers, 2004.

⁶ ROBINSON, Joan. *The Generalization of the General Theory*. The Rate of Interest and other essays. Westport: Hyperion Press, 1982, p. 67-142.

⁷ SOLOW, R.M. A Contribution to the theory of economic growth. *Quarterly Journal of Economics*, 70. Cambridge, Fev. 1956, p. 65-94.

⁸ MODIGLIANI, Franco & MILLER, Merton H. The cost of Capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review* 48. Nashville, 1958.p. 261-298.

⁹ CAMERON, R *et alia*. *Banking in the Early Stages of Industrialization*. New York: Oxford University Press, 1967.

Goldsmith¹⁰ e Hicks¹¹, sendo retomado no início da década seguinte por McKinnon¹² e Shaw¹³. Estudos mais detalhados foram apresentados por Romer¹⁴ em 1986 e por Lucas¹⁵ em 1988.

A partir do trabalho de Lucas, mais autores passaram a preocupar-se com o assunto, sendo importante destacar as contribuições de Greenwood e Jovanovic¹⁶, Grossman e Helpman¹⁷, King e Levine¹⁸, Pagano¹⁹, Dermirgüç-Kunt e Maksimovic²⁰, Jayaratne e Strahan²¹, La Porta, Lopez-De-Silanes,

¹⁰ GOLDSMITH, R. *Financial Structure and Development*. New Haven: Yale University Press, 1969.

¹¹ HICKS, J. *A Theory of Economic History*. Oxford: Clarendon Press, 1969.

¹² MCKINNON, Ronald. *Money and Capital in Economic Development*. Washington/DC: Brookings Institution, 1973.

¹³ SHAW, Edward. *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press, 1973.

¹⁴ ROMER, Paul. Increasing Returns to Scale and Long-run Growth. *Journal of Political Economy*, XCIV, Chicago, 1986, p. 1002-3.

¹⁵ LUCAS Jr., R.E. On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, XXII, Amsterdam, 1988, p. 3-43.

¹⁶ GREENWOOD, J. & JOVANOVIĆ, B. Financial Markets in Development, Growth and Distribution of Income. *Journal of Political Economy*, Chicago, 1990, p. 1076-1107.

¹⁷ GROSSMAN, G. & HELPMAN, E. *Innovation and Growth in the Global Economy*. Cambridge: MIT Press, 1991.

¹⁸ KING, R & LEVINE, R. Financial Intermediation and Economic Development, in *Financial Intermediation in the Construction of Europe*, Eds: Colin Mayer e Xavier Vives, Londres: Center for Economic Policy Research, p. 159-189; Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, 1993, p. 717-737; Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics*, Amsterdam, 1993, p. 513-542.

¹⁹ PAGANO, M. Financial Markets and Growth: an overview. *European Economic Review*, 37, Amsterdam, 1993, p. 613-622.

²⁰ DEMIRGÜÇ-KUNT, A. & MAKSIMOVIC, V. Stock Market Development and Financial Choices of Firms. *World Bank Economic Review*, Washington/DC, 1996, p. 341-370.

²¹ JAYARATNE, J. & STRAHAN, P.E. The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Dere-gulation. *Quarterly Journal of Economics* 111, Cambridge, 1996, p. 639-670.

Schleifer e Vishny²², Levine²³, Arestis e Demetriades²⁴, Levine e Zervos²⁵, Raghuram e Zingales²⁶, Darrat²⁷ (1999) e, finalmente, Khan e Senhadji²⁸.

Faz-se necessário notar que as contribuições dos autores estrangeiros ao assunto se intensificaram a partir da segunda metade dos anos 1980, o que se deve à falta de adequação dos modelos neoclássicos às questões do desenvolvimento econômico. Apenas após o surgimento dos modelos de crescimento endógeno, inspirados nos estudos e formulações de Romer²⁹, em 1986, e de Lucas³⁰, em 1988, é que a relação entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico pode ser estudada com mais detalhe.

Um outro aspecto da contribuição dos diferentes autores sobre o assunto diz respeito às relações entre a forma de estrutura legal adotada pelos países e o grau de desenvolvimento que pode ser alcançado. Um grupo de pesquisadores debruçou-se sobre esse assunto e chegou a conclusões interessantes, que serão discutidas neste trabalho.

²² LA PORTA, Rafael et alia. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, vol 52, nr 3, Oxford, 1997, p. 1131-1151.

²³ LEVINE, R. Financial Development and Economic Growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, XXXV. Nashville, 1997, p. 688-726; *Law, finance and economic growth*. Washington: The World Bank Group, 1997. (Disponível em: <http://www.worldbank.org/research/growth/abslev3.htm> acessado em 4.08.2003).

²⁴ ARESTIS, P. & DEMETRIADES, P. Finance and growth: is Schumpeter right ? *Análise Econômica*, 6 (30), Porto Alegre, 1998, p. 5-21.

²⁵ LEVINE, R. & ZERVOS, S. Stock Market Development and Long-Run Growth. *World Bank Economic Review*, Washington, 1997.

²⁶ RAGHURAM, G. Rajan & ZINGALES, Luigi. Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, vol 88, nr 3, Nashville, 1998.

²⁷ DARRAT, A. F. Are financial deepening and economic growth causality related ? Another look at the evidence. *International Economic Journal*, 13 (3), New York, 1999, p. 19-35.

²⁸ KHAN, Mohsin S. & SENHADJI, Abdelhak. Threshold effects in the relationship between inflation and growth. *IMF Working Paper WP/00/110*, Washington: International Monetary Fund, 2000.

²⁹ Idem, op. cit.

³⁰ Idem, op. cit.

No Brasil pouco se tem discutido sobre esta questão. No plano teórico devem-se destacar as contribuições de Gonçalves³¹ e de Studart³², enquanto que no aspecto empírico existem trabalhos de Triner³³, Monte e Távora Jr.³⁴, Arraes e Teles³⁵, Carvalho³⁶ e Matos³⁷.

³¹ GONÇALVES, Antônio C. P. Crescimento Econômico e Setor Financeiro no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 10, Brasília, 1980.

³² STUDART, Rogerio. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. *Revista de Economia Política*, 13(1), Rio de Janeiro, 1993, p. 101-138.

³³ TRINER, Gail D. Banking, economic growth and industrialization: Brazil 1906-30. *Revista Brasileira de Economia*. V. 50, n. 1, Rio de Janeiro, 1996, p. 135-153.

³⁴ MONTE, Paulo A. & TAVORA JR, José L. Fontes de Financiamento do Nordeste e o produto interno bruto da região. *Revista Econômica do Nordeste*, 31, Fortaleza, 2000, p. 676-695.

³⁵ ARRAES, Ronaldo A. & TELLES, Vladimir Kühl. Endogeneidade e exogeneidade do crescimento econômico: uma análise comparativa entre Nordeste, Brasil e países selecionados. *Revista Econômica do Nordeste*, 31, Fortaleza, 2000, p. 754-776.

³⁶ CARVALHO, A. G. *Desenvolvimento Financeiro e Crescimento Econômico*. São Paulo: FEA-USP, 2001.

³⁷ MATOS, Orlando Carneiro. *Desenvolvimento do Sistema Financeiro e Crescimento Econômico no Brasil: Evidências de Causalidade*. Trabalhos para Discussão – 49. Brasília: Banco Central do Brasil, 2002.

3 HIPÓTESE DE TRABALHO

A intenção é demonstrar que o conjunto de ações realizadas durante o período focado e que caracteriza o chamado desenvolvimento financeiro, exerceu uma influência sobre os resultados econômicos verificados. Ou seja, que o crescimento dos mercados financeiros e de capitais que ocorreu no Brasil no período compreendido entre 1964 e 2004, contribuiu para o crescimento econômico do país.

4 MÉTODO

Neste trabalho foi adotado o método histórico, procurando historicizar as modificações introduzidas a partir de 1964 nas normas e regulamentos dos mercados financeiros e de capitais, ao mesmo tempo em que se descreve e analisa o comportamento da economia brasileira no período compreendido entre 1964 e 2004.

Partiu-se do pressuposto que em uma pesquisa trabalha-se um objeto por meio de determinados instrumentos sendo que, neste caso, ao lado da questão teórica que se constitui na base da investigação, foi focado um período específico da história econômica brasileira contemporânea.

Este período se inicia com as reformas estruturais introduzidas pelo PAEG – Plano de Ação Econômica do Governo nos mercados financeiro e de capitais, em 1964, estendendo-se até o final dos anos 1990 e início do novo século.

Como aponta Fontana³⁸:

“que a história seja importante para compreender o mundo é o que nos dizem os cientistas de outros campos e nos demonstram os governos, quando se esforçam em transmitir suas próprias visões da história...”

³⁸ FONTANA, Joseph P. *La Historia Después Del Fin de La Historia*. Barcelona: Ed. Critica, 1992, p. 81.

Considerando-se que os documentos registram resultados de pesquisa, buscou-se catalogar e classificar toda a sorte de documentos relacionados com as pesquisas desenvolvidas pelos diversos autores que se dedicaram ao estudo do período apontado e da questão teórica que se pretende examinar.

A análise da historiografia econômica brasileira a partir do final dos anos cinquenta permeia a compreensão do período. A questão central de que se ocupa este trabalho diz respeito à dicotomia presente entre os conceitos de conjuntura e de estrutura.

De fato, a institucionalização dos mercados financeiros e de capitais provocou simultaneamente efeitos conjunturais e estruturais no ambiente econômico do país. Pierre Vilar³⁹ conceitua conjuntura como: *“o conjunto de condições articuladas entre si que caracterizam um movimento global da matéria histórica”*. No mesmo texto, mais adiante, o autor assinala a importância do enfoque conjuntural, ao analisar a ocorrência de crises econômicas, assinalando que:

“a crise mais justificadamente famosa, a de 29, não foi evitada e tornou-se decisiva para impor, nas mentes dos economistas, dos políticos e dos historiadores a idéia de que o movimento espontâneo dos fenômenos econômicos – a conjuntura – era sem dúvida um fator fundamental”.

Paralelamente, existe a questão estrutural. Vilar, na mesma obra, aduz que:

“deve-se propor definir a investigação histórica como a investigação dos mecanismos que vinculam a sucessão dos acontecimentos à dinâmica das estruturas – evidentemente estruturas dos fatos sociais”.

³⁹ VILAR, Pierre. *Iniciación al Vocabulário Del Analisis Histórico*. Barcelona: Editorial Crítica, 1982.

Em seqüência, citando Marx, lembra que a estrutura econômica é o conjunto de fundamentos reais sobre os quais são edificados os edifícios jurídico e político que correspondem à consciência social. Finalmente, no texto citado, resume o conceito de estrutura, dizendo que se trata de um...

“conjunto de relações características, mantidas durante um período suficientemente longo para que seu conhecimento permita prever as reações e os movimentos de uma economia”.

Assim, este trabalho analisa a interpenetração continuada que se estabelece entre a estrutura e a visão conjuntural. O que se procura determinar, durante o processo de pesquisa, é se as alterações introduzidas pela institucionalização dos mercados financeiros e de capitais tiveram a capacidade de modificar as relações estruturais que existiam à época ou se apenas se destinaram a enfrentar dificuldades ocasionais que caracterizam a conjuntura, não contribuindo para a mudança pretendida pela sociedade, ou seja, o crescimento econômico.

Embora a intenção inicial fosse a observação da ordem cronológica, sobretudo na essência de cada um dos tópicos enfocados, a preocupação básica foi a de não analisar isoladamente cada caso ou as correspondentes práticas econômicas, políticas e sociais, mas a totalidade histórica do período em foco.

Essa totalidade deve ser entendida não somente como a soma das partes ou como um objetivo maior, mas como um recurso teórico-metodológico que permite captar o objeto de estudo em análise como uma manifestação do contexto de sua época.

Esse recurso teórico-metodológico da totalidade remete a outras questões, como às idéias do movimento e de contradição. Assim, a totalidade histórico-social que o objeto da pesquisa expressa, e na qual está contido, transforma-se constantemente pelos movimentos provocados por suas contradições.

Nestes termos, procura-se estabelecer um quadro do período estudado, captar suas contradições e como estas acabaram transformando-se em condições históricas.

Do ponto de vista metodológico, esta pesquisa apoiou-se essencialmente em três pontos básicos. O primeiro se constitui na revisão da bibliografia produzida sobre as questões econômicas, políticas e sociais do período em estudo; em documentos, predominantemente textos legais e normativos, bem como nos artigos e outros materiais produzidos pelos meios de comunicação, principalmente a imprensa escrita.

Simultaneamente, a questão da ligação entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico ocupou um tempo considerável, eis que essa é uma questão essencial para o desenvolvimento deste trabalho. Para uma revisão adequada da literatura produzida sobre o assunto, especialmente durante os anos 1990, seja no Brasil, seja no exterior, foram analisados inúmeros trabalhos, comunicações e artigos publicados na literatura especializada.

O segundo aspecto considerado foram os depoimentos de economistas, políticos e executivos dos mercados financeiros e de capitais a respeito de aspectos enfocados no período considerado. Essa segunda ferramenta de trabalho, conquanto preciosa do ponto de vista histórico, foi limitada à possibilidade de localização de fontes que pudessem ser consultadas e da disposição dessas pessoas em prestar os depoimentos. Apesar das dificuldades enfrentadas neste particular, foi possível realizar entrevistas com alguns dos principais atores que ocuparam posições importantes ao longo do período analisado.

Os depoimentos de Roberto Teixeira da Costa, sobre o mercado de capitais nos anos que antecedem à estruturação de 1964, de Luiz de Figueiredo Forbes, sobre os primeiros passos do mercado de derivativos, quando da fundação da BM&F, de Manoel Felix Cintra Neto, sobre o funcionamento mais recente da BM&F e suas perspectivas e de Luiz Fernando Figueiredo, sobre o período compreendido entre 1999 e 2003, em

que ocorreu a mudança do sistema de administração da política cambial e a introdução do SPB – Sistema de Pagamentos Brasileiro foram bastante esclarecedores para a pesquisa.

Por outro lado, foi possível também realizar uma demorada entrevista com o ex-ministro Antonio Delfim Neto, sobre as fases em que atuou no Ministério da Fazenda e no Ministério do Planejamento, bem como sobre as questões relativas ao comportamento mais recente da economia brasileira. Todos os depoimentos mencionados se acham colocados em anexos.

Ainda em relação a depoimentos e documentos da época, é importante destacar a reconstituição de algumas informações sobre o mercado de capitais durante sua fase de retomada após a Segunda Guerra Mundial, entre 1947 e 1964. Essa reconstituição foi possível em virtude de ter chegado às mãos do autor um depoimento escrito que foi preparado por Clarence Dauphinot, banqueiro de investimentos norte-americano já falecido, fundador da Deltec, uma das primeiras empresas a se ocupar da distribuição primária de ações no Brasil. O resumo dos pontos mais relevantes desse depoimento se acha igualmente em anexo ao presente trabalho.

Por fim, cabe destacar o terceiro aspecto em que se apoiou a preparação deste trabalho. Trata-se do tratamento de dados estatísticos provenientes de fontes oficiais, como o Banco Central, a CVM⁴⁰, o BNDES⁴¹, o Banco do Brasil, o IBGE⁴², o IPEA⁴³ e a Fundação Getúlio Vargas. Também foram consultadas fontes ligadas diretamente aos mercados financeiro e de capitais, tais como BM&F⁴⁴, BOVESPA⁴⁵ e ANBID⁴⁶.

⁴⁰ Comissão de Valores Mobiliários.

⁴¹ Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

⁴² Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

⁴³ Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

⁴⁴ Bolsa de Mercadorias e Futuros.

⁴⁵ Bolsa de Valores de São Paulo.

⁴⁶ Associação Nacional de Bancos de Investimento.

O cruzamento e a análise desses dados forneceram elementos importantes para a condução da pesquisa e para a determinação das conclusões. Como bem assinala Caio Prado Jr.⁴⁷:

“os dados numéricos, as estatísticas trazem sem dúvida, como sempre trouxeram, quando disponíveis, contribuição capital para a elaboração historiográfica”.

5 PERIODIZAÇÃO

O período analisado, do ponto de vista factual, se estende de 1964 até 2004, uma vez que compreende o passado recente dos mercados financeiros e de capitais no Brasil, com o formato e configuração que advieram da criação do Banco Central, em 1964 e, posteriormente, da Comissão de Valores Mobiliários, em 1976.

Essa periodização se justifica, na medida em que o período de quarenta anos considerado em nosso trabalho corresponde ao tempo em que os dois mercados se consolidaram no país, abrindo novas perspectivas para a captação de recursos de curto e de longo prazo pelas empresas, em sua trajetória de crescimento e de conquista dos mercados internacionais.

Já do ponto de vista teórico, partimos da definição preliminar de Schumpeter e estudamos a contribuição dos diferentes autores até 2004, uma vez que a primeira abordagem da questão apareceu na obra do ilustre economista austríaco, publicada em 1911. Por outro lado, este assunto tem levantado o interesse dos autores estrangeiros e nacionais de forma muito acentuada, considerando os novos instrumentos de análise estatístico-econométricos que foram desenvolvidos no final dos anos 1970 e até a metade da década de 1980.

⁴⁷ PRADO JR., Caio. História Quantitativa e Método de Historiografia. Revista *Debate e Crítica*, nº 6, julho de 1975.

6 ESTRUTURA DO TRABALHO

Este trabalho foi dividido em três capítulos, para permitir uma análise mais detalhada do seu aspecto mais específico, que é a estruturação dos mercados financeiros e de capitais no período mais recente da história econômica brasileira.

Num primeiro capítulo procuramos apresentar de forma cronológica as medidas que foram conferindo forma aos dois mercados analisados. Assim, analisamos o processo de institucionalização dos mercados sob o regime autoritário, entre 1964 e 1984.

Essa divisão se justifica por duas razões distintas. Em primeiro lugar, cabe destacar que o processo de definição e estabelecimento dos normativos mais importantes para a re-estruturação dos mercados financeiros e de capitais, por ter sido realizada sob o regime autoritário, contou com a facilidade decorrente da não necessidade de negociação dos princípios e normas mais importantes no Congresso Nacional, que limitou-se – na maior parte das vezes – a homologar as iniciativas partidas do Governo no período.

Essa característica, predominantemente homologatória, adotada no processo de regulamentação dos pontos mais importantes, permitiu uma celeridade que não teria ocorrido em circunstâncias normais do regime democrático. O comum é que haja o entrelaçamento de todas as forças políticas no Congresso Nacional, o que induz um processo de negociação parlamentar que, se é essencialmente legítimo, por outro lado muitas vezes provoca grande demora, com os projetos demandando prazos de tramitação bastante longos.

O outro aspecto que levou à definição deste período como a base do primeiro capítulo deste trabalho diz respeito ao crescimento econômico verificado. Analisando-se o comportamento da economia brasileira durante essas duas décadas, pode-se verificar que até 1980 foi possível manter o excepcional ritmo de crescimento econômico que havia ocorrido desde o início do século XX.

A re-estruturação econômica operada pelo PAEG – Plano de Ação Econômica do Governo, da qual um dos aspectos mais importantes é, sem dúvida, a reformulação dos dois mercados analisados neste trabalho, criou as condições para a aceleração do crescimento econômico, que se deu entre 1967 e 1974.

A partir desse ano, já sob a influência do primeiro choque de preços do petróleo, a política econômica foi mantida em seus termos mais amplos, enfatizando-se a estratégia de substituição das importações de insumos básicos. Essa orientação provocou o agravamento do endividamento externo do país e levou à crise da dívida, na primeira metade dos anos 1980, imediatamente após o segundo choque do petróleo e à elevação dos juros nos mercados financeiros internacionais que se seguiu ao início da administração de Ronald Reagan nos Estados Unidos, a partir de 1980.

O Brasil, que havia conseguido ser um dos quatro países com maiores taxas de crescimento do Produto Interno Bruto durante os primeiros oitenta anos do século XX, passou a enfrentar dificuldades crescentes, em um ambiente de “moratória branca”⁴⁸. Certamente esses problemas concorreram para determinar o fim do regime autoritário e a re-instituição do regime democrático a partir de 1985.

Neste primeiro capítulo procuramos destacar todos os aspectos de institucionalização dos mercados financeiros e de capitais, analisando seus aspectos mais importantes de forma cronológica e destacando quais as conseqüências que cada uma das Leis, Decretos, Resoluções e demais iniciativas normativas tiveram para a reorganização e ampliação dos mercados financeiros e de capitais.

Especial ênfase deve ser conferida à Lei Bancária (Lei nº. 4595/64), à Lei do Mercado de Capitais (Lei nº. 4728/65), à criação da CVM – Comissão de Valores Mobiliários (Lei nº. 6385/76) e à nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei no. 6404/76), por terem sido instrumentos fundamentais para

⁴⁸ O termo designa uma situação em que um dado devedor enfrenta dificuldades para saldar seus compromissos internacionais mas procura evitar, de todas as formas, a declaração formal de suspensão de pagamentos.

a atualização do processo de funcionamento dos mercados, conferindo-lhes a necessária agilidade para desempenharem seu papel em uma economia que se pretendia mais moderna e competitiva.

O segundo capítulo deste trabalho enfoca as duas décadas subseqüentes, compreendidas entre 1985 e 2004. Trata-se de um período importante, de re-estruturação política e de consolidação do regime democrático. Entretanto, do ponto de vista econômico, trata-se uma fase muito difícil, em que o país foi obrigado a conviver com elevados índices de inflação e no qual o ritmo de crescimento não se manteve.

Dados do Banco Mundial mostram que a economia brasileira ocupou, durante esse segundo período de vinte anos, um modestíssimo 96^o lugar entre as economias de maior crescimento econômico no planeta. Trata-se, igualmente, de uma etapa em que as desigualdades sociais já existentes passaram por um processo de agudização.

O agravamento dos problemas sociais pode ser creditado à inflação extremamente elevada que se verificou até 1994, ao baixo ritmo de crescimento experimentado e, principalmente, ao processo de concentração da renda, que se acentuou.

O capítulo aborda as modificações mais importantes na estrutura do mercado de capitais durante este período, dando especial ênfase para a consolidação dos mercados derivativos, em seqüência ao estabelecimento da Bolsa Mercantil e de Futuros em 1984. Também são tratadas as modificações introduzidas na legislação societária e, mais recentemente, na Lei de Falências, que caminham na direção de uma maior transparência nos negócios e para o fortalecimento das empresas. Neste sentido se aborda a questão da *governança corporativa*⁴⁹, mostrando que o mercado brasileiro de capitais apresenta grande sincronia com os temas que têm sido objeto de discussão nos demais mercados mundiais.

⁴⁹ Denomina-se governança corporativa o conjunto de práticas de gestão nas empresas de capital aberto que favorece a transparência e a ética.

Outro ponto importante que é destacado no capítulo trata da questão da blindagem da economia brasileira ao risco sistêmico, com a adoção dos princípios do Acordo da Basileia I e com introdução do Sistema de Pagamentos Brasileiro em 2001 e das práticas recomendadas no Acordo da Basileia II, que se achava em curso ao final de 2004.

Com relação ao mercado financeiro, é analisada a criação dos bancos universais, contrariando o princípio da especialização das instituições que havia sido consagrado pela Lei Bancária (Lei nº 4595/64). Também são estudados os programas de re-estruturação dos bancos privados e estatais brasileiros, o processo de privatização dos bancos estatais realizado durante a década de 1990 e a presença estrangeira no mercado financeiro brasileiro.

Na parte relativa às operações que envolvem tanto o mercado financeiro como o mercado de capitais, procura-se mostrar a mecânica das operações de securitização, que são uma novidade no Brasil e que surgiram no limiar dos anos 1990. Essas operações merecem um destaque especial por se constituírem em uma alternativa para a expansão de negócios ligados à comercialização de bens de consumo e de imóveis, em outros mercados.

O terceiro capítulo deste trabalho tem por objetivo analisar a evolução da economia brasileira durante o período compreendido entre 1964 e 2004, destacando as ocorrências mais importantes e buscando relacioná-las com o desenvolvimento dos mercados financeiros e de capitais durante o período. Também é neste capítulo que procuramos explicitar a base teórica deste estudo, mostrando as opiniões de diferentes autores sobre a questão das relações entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico.

CAPÍTULO I

MERCADOS e AUTORITARISMO:

O Desempenho dos Mercados no Regime Militar

Neste capítulo analiso o processo de reformulação dos mercados financeiros e de capitais, no período subsequente a 1964, bem como a trajetória percorrida nas duas décadas subsequentes por esses mercados e destaco as medidas de regulamentação adotadas ao longo do período com o objetivo de reforçar a estrutura da economia do país.

É possível verificar que as medidas adotadas no campo da regulamentação dos mercados têm entre si uma forte correlação, na medida em que buscavam criar as condições necessárias para a expansão da poupança interna e para a canalização dos recursos para investimentos que pudessem contribuir para a mudança da estrutura produtiva da economia brasileira.

1.1 O PLANO DE AÇÃO ECONÔMICA DO GOVERNO

A partir da implantação do governo militar em 1964 e contando com um diagnóstico da realidade brasileira que não diferia substantivamente das análises preparadas por ocasião da preparação do Plano Trienal em 1963, foi preparado o PAEG – Plano de Ação Econômica do Governo, para orientar as ações do governo no período 1964/67. O plano fixava objetivos gerais e setoriais, indicava as linhas de ação e os instrumentos institucionais que deveriam ser acionados para a consecução dos objetivos.

Pretendia-se superar a crise em que o país se achava mergulhado a partir de uma estratégia que combinava dois pontos básicos: a aceleração do desenvolvimento econômico e a redução substancial da inflação. Dada a

situação de explosão inflacionária que existia no país, a prioridade era provavelmente conferida a este último aspecto⁵⁰.

Os objetivos do plano compreendiam a aceleração do ritmo de desenvolvimento econômico do país; a contenção progressiva do processo inflacionário em curso; a redução dos desníveis econômicos setoriais e regionais; a garantia, por meio da política de investimentos, da elevação do nível de emprego; e, finalmente, a redução dos déficits do balanço de pagamentos. Para atingir esses objetivos, o PAEG deveria empregar instrumentos de política financeira, de política econômica internacional e de política de produtividade social.

No campo da política financeira, foram previstas várias medidas, de diferente natureza. Em primeiro lugar se achava a redução do déficit de caixa, para atenuar a pressão inflacionária daí resultante e para fortalecer a capacidade de poupança. Na seqüência ocorreram ações na área tributária, para fortalecer a arrecadação corrigindo distorções de incidência, estimulando a poupança, melhorando a orientação dos investimentos privados e atenuando disparidades de caráter regional e setorial. Outro ponto importante foi o manejo da política monetária tendo por finalidade obter a progressiva estabilização dos preços, mas procurando evitar uma retração econômica e a redução da capacidade de poupança das empresas.

Também se fez uso de instrumentos de política bancária, buscando fortalecer o sistema de crédito; e, finalmente, foi utilizada a política de investimentos públicos para fortalecer a infra-estrutura econômica, reduzindo as deseconomias externas para os investimentos privados e buscando reduzir as disparidades setoriais e regionais⁵¹.

Por outro lado, o PAEG previa, na política econômica internacional, o emprego da política cambial e de comércio, para diversificar fontes de suprimento externas e para incentivar as exportações; a consolidação da

⁵⁰ SILVA, Victor da & BUESCU, Mircea, Dez Anos de Renovação Econômica, Rio de Janeiro, APEC, 1974, p. 23.

⁵¹ BAER, Werner, *A Economia Brasileira*. São Paulo: Nobel, 1995, p. 90.

dívida externa e conseqüente restauração do crédito do país junto aos mercados internacionais e, por último, o estímulo ao ingresso de capitais estrangeiros, como meio de elevação dos recursos para investimentos, dada a reduzida capacidade de poupança agregada que o país apresentava⁵².

As medidas previstas pelo PAEG no campo da política financeira, compreendendo as atuações do governo sobre o mercado financeiro e sobre o mercado de capitais guardam estreita relação com o objeto deste trabalho.

Por outro lado, a questão cambial e a atração de poupança externa também guardam relação com esse objeto, na medida em que os investimentos estrangeiros podem se dirigir às Bolsas de Valores, estimulando o funcionamento do mercado de capitais. Tratava-se de um meio para estimular a ampliação da poupança agregada da economia brasileira e estruturar formas para que a utilização desses recursos pudesse permitir o crescimento econômico e o fortalecimento do setor empresarial.

Quanto ao mercado financeiro, coube ao PAEG a tarefa de promover, de modo definitivo, a estruturação do sistema financeiro nacional, delimitando a esfera de atuação das diferentes instituições e estabelecendo normas básicas para a supervisão e acompanhamento das operações através do Banco Central do Brasil e do Conselho Monetário Nacional. Dessa forma superava-se a solução provisória adotada em 1946, quando se havia criado a SUMOC – Superintendência da Moeda e do Crédito, com a tarefa de normatizar as operações financeiras, que continuaram a ser fiscalizadas e acompanhadas pelo Banco do Brasil S.A., em desacordo com as recomendações da Conferência de Bretton Woods.

No que respeita ao mercado de capitais, tratava-se de fortalecer a estrutura de capitalização das empresas nacionais, promovendo a abertura do capital dessas empresas e buscando criar as condições para a introdução crescente de gestão profissionalizada à frente dos diversos empreendimentos. Por outro lado, a medida de estruturação do mercado de

⁵² LARA RESENDE, André, “Estabilização e Reforma” in: *A Ordem do Progresso*. Rio de Janeiro: Campus, 1990, p. 214.

capitais também envolvia a estruturação do mercado de seguros, tendo em vista a relevância do volume de recursos envolvidos em sua operação. A questão era a ampliação do volume de poupança interna, instrumento essencial para que o país pudesse reduzir sua dependência de capitais externos, fossem estes de risco ou de financiamento.

1.2 INSTRUMENTOS NORMATIVOS DA REESTRUTURAÇÃO DOS MERCADOS

Considerando o aspecto cronológico de sua realização, as ações desencadeadas sobre os mercados financeiros e de capitais foram caracterizadas pelos seguintes instrumentos legais:

- a) Lei no. 4357, de 17 de julho de 1964, que institui a Correção Monetária;
- b) Lei no. 4380, de 21 de agosto de 1964, que cria o Sistema Financeiro de Habitação;
- c) Lei no. 4595, de 31 de dezembro de 1964, que reconfigura o Sistema Financeiro Nacional;
- d) Lei no. 4728, de 16 de julho de 1965, que constitui a base de regulamentação do Mercado de Capitais;
- e) Resolução CMN no. 7, de 13 de setembro de 1965, que estabelece as condições para o registro de auditores independentes junto ao Banco Central, regulamentando o que previa a Lei no. 4728/65;
- f) Lei no. 5107, de 13 de setembro de 1966, que revoga o princípio de estabilidade no emprego e cria o FGTS – Fundo Garantia por Tempo de Serviço;
- g) Decreto-Lei no. 73, de 21 de novembro de 1966, que estabelece a regulamentação sobre as companhias de seguros; e,

h) Decreto-Lei no. 261, de 28 de fevereiro de 1967, que dispõe sobre as Companhias de Capitalização.

Em função da relevância da legislação citada, discutiremos isoladamente e em profundidade cada um dos instrumentos normativos que representa a ação do PAEG, de modo a entender sua importância para o processo de re-estruturação dos mercados.

1.2.1 Correção Monetária

Seu principal objetivo era combater o déficit orçamentário da União, elevando a arrecadação tributária. A correção era aplicada aos débitos fiscais em atraso, elevando a arrecadação, mas – por outro lado – era aceita na correção dos itens constantes do ativo imobilizado das empresas, o que gerava maiores despesas de depreciação, que contribuíam para a redução do valor do lucro tributável pelo Imposto de Renda.

O Governo criou, em consequência da Lei 4357/64, as ORTN – Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, destinadas a financiar o déficit público de forma não inflacionária, evitando a solução anteriormente utilizada, que consistia em emissões primárias de moeda, elevando M1⁵³.

Ao mesmo tempo, a emissão de ORTN permitia o início da utilização de operações de mercado aberto, que iriam se constituir em um instrumento essencial de política monetária para o Banco Central.

As ORTN eram títulos pós-fixados de longo prazo e, apesar da correção monetária se achar especificamente atrelada a esses papéis, o princípio de indexação instalou-se de maneira generalizada na economia, sendo aplicado paulatinamente em outras áreas, tais como contratos, aluguéis, cobrança de dívidas, depósitos bancários, títulos negociados no mercado de capitais e salários.

⁵³ Forma de mensuração da oferta monetária, também chamada de “base monetária”, e que consiste na soma do papel moeda em poder do público e dos depósitos à vista nos bancos comerciais.

É preciso ressaltar a importância do papel desempenhado pela correção monetária no processo de redução da inflação encetado durante a segunda metade dos anos 60. Foi a correção monetária que minimizou os efeitos da inflação, ao mesmo tempo em que permitiu o recebimento de uma remuneração real para os portadores de títulos, constituindo-se – em última análise – em fator estimulador da poupança⁵⁴.

No entanto, em momento posterior, na segunda metade dos anos 70 e diante da aceleração da inflação decorrente da crise do petróleo, o alastramento do princípio da correção aos demais setores da economia e sua utilização ampla, não apenas nos mercados financeiros e de capitais, mas também do lado físico da economia, conduziu a distorções. Isso ocorreu porque o mecanismo passou a afetar as expectativas dos agentes econômicos, dificultando a reversão de tendências de elevação dos preços.

Por fim, é necessário ressaltar, que as operações de mercado aberto só tiveram seu melhor funcionamento a partir de 1970, quando surgiram as LTN – Letras do Tesouro Nacional. Esse último título tinha sobre as ORTN a vantagem de se constituir em papel pré-fixado de curto prazo, adaptando-se melhor para as operações da espécie.

1.2.2 Sistema Financeiro de Habitação

A Lei no. 4380, de 21 de agosto de 1964, procurava enfrentar dois problemas simultâneos. Por um lado, criou um mecanismo para enfrentar a absoluta carência de habitações com que se deparava o país na ocasião. Por outro lado, visava atenuar as pressões sobre o nível de emprego, especialmente da mão de obra semi-qualificada e não qualificada, fornecendo as condições para que o programa habitacional pudesse absorver contingentes expressivos de trabalhadores. Este último aspecto era particularmente sensível, se considerado o custo social elevado, com a economia gerando número

⁵⁴ LACERDA, Antonio Correa de et alia – *Economia Brasileira*. São Paulo: Saraiva, 2000, p.105.

insuficiente de empregos em consequência da política monetária apertada que se deveria praticar no programa de combate à inflação.

A exposição de motivos da Lei mostra um déficit de 8 milhões de unidades habitacionais, que correspondia a mais de 10% da população da ocasião. Acresce ainda o fato que o crescimento populacional se situava acima de 3% ao ano, o que projetava um aumento explosivo dessa carência para o futuro próximo.

O sistema de apoio à produção habitacional existente até essa época era constituído pelas Caixas Econômicas, pelos Institutos de Aposentadoria e Pensões e pela Fundação da Casa Popular. No entanto, a existência de um elevado nível de inflação durante o final dos anos 50 e primórdios da década de 60, havia corroído os recursos dos depósitos populares que lastreavam as operações das Caixas Econômicas, ao passo que os Institutos de Aposentadoria e Pensões tinham tido uma redução severa em seus recursos, como decorrência da inadimplência manifestada por empregadores e pelo Governo quanto a depósitos previdenciários. Finalmente, a Fundação da Casa Popular não tinha sido poupada da carência de recursos, já que dependia dos fundos provenientes da arrecadação tributária, claramente insuficiente para atender à demanda habitacional, em função da conjuntura da época⁵⁵.

O Sistema Financeiro da Habitação compreendia um banco central de segunda linha, o Banco Nacional de Habitação e as Sociedades de Crédito Imobiliário, que se destinavam a captar, por meio de depósitos em conta de poupança e através da venda de Letras Imobiliárias, os recursos necessários para o financiamento de novas habitações.

O Sistema Financeiro da Habitação também abrangia as Caixas Econômicas, já existentes, e as Associações de Poupança e Empréstimos, sociedades civis destinadas a captar e aplicar recursos entre seus associados, com o fito de promover a construção de unidades habitacionais.

⁵⁵ ANDREZO, Andréa Fernandes e LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Pioneira, 1999, p.34 e 35.

1.2.3 Reforma Bancária

A re-configuração do Sistema Financeiro Nacional foi feita através da Lei no. 4595, de 31 de dezembro de 1964, que criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil.

O Banco Central em seu início era um órgão híbrido, pois continuou, por longo período, com a função não ortodoxa de prover fundos para o desenvolvimento setorial, especialmente para a agricultura, através do repasse de recursos oriundos das instituições financeiras internacionais⁵⁶. Só no final de 1985, quando foi extinta a conta-movimento⁵⁷, é que o Banco Central deixou de ter essa função, passando a desempenhar apenas a função de autoridade monetária.

Outro aspecto importante da lei bancária de 1964 foi a forma de organização conferida ao Sistema Financeiro Nacional. Adotou-se o chamado princípio da especialização, fazendo com que cada instituição financeira se ocupasse do atendimento de uma determinada faixa de operações no mercado. A segmentação permitia que o trabalho da fiscalização bancária, tarefa essencial de qualquer autoridade monetária, pudesse ser desempenhado de forma mais consistente, ao mesmo tempo em que se admitia a existência de instituições isoladas, que tinham apenas uma faixa de atuação.

A formação dos grandes conglomerados financeiros só se concretizou nos anos do chamado “milagre brasileiro”, mais precisamente a partir de 1972. Daí passou a haver uma maior concentração no setor financeiro, com o surgimento de grupos de instituições financeiras, e isso levou, em 1988, à institucionalização dos chamados bancos múltiplos. Se, por um lado, essa última forma contempla uma maior segurança para o sistema, por determinar a existência de instituições mais fortes, com diversos produtos de captação de poupança do público, certamente, por

⁵⁶ BANCO MUNDIAL. *Brasil – Análise dos Sistemas Financeiros*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1985, p 11 a 13.

⁵⁷ Denominava-se *conta-movimento* uma linha de redesconto automático, sem limites, existente no Banco Central para uso do Banco do Brasil em operações de crédito rural.

outro lado, reduz o leque de opções disponíveis para o cliente, conduzindo a um forte processo de formação de oligopólios no setor.

Também se torna importante destacar a questão da independência ou da autonomia operacional do Banco Central. Esta questão se acha abordada em detalhe, mais adiante neste estudo, devendo-se ressaltar, no entanto, que a re-estruturação do sistema financeiro realizada pela Lei 4595/64 não equacionou a questão de modo definitivo.

1.2.4 Institucionalização do Mercado de Capitais

A Lei no. 4728, de 16 de julho de 1965, representou o primeiro passo de institucionalização para o mercado de capitais no país. Apesar de dispor das Bolsas de Valores, do Rio de Janeiro e de S. Paulo, desde o século XIX, e de contar com legislação disciplinadora das corretoras de valores e das sociedades anônimas desde 1940, a economia brasileira se ressentia de uma norma específica. A Exposição de Motivos, que precede a Lei, lista os aspectos mais importantes dessa medida: o estabelecimento de padrões de conduta para os diversos participantes do mercado, a criação de novas instituições e fortalecimento das já existentes e a concessão de incentivos para que as empresas abrissem o seu capital.

De acordo com a Lei 4728, o Banco Central fica incumbido de autorizar o funcionamento e de fiscalizar as instituições que tivessem por objetivo a subscrição para revenda e a distribuição e colocação de títulos e valores mobiliários. Toda e qualquer emissão nova deveria estar registrada no departamento competente do Banco Central. Ao Conselho Monetário Nacional passou a caber a tarefa de fixar as condições que deveriam ser seguidas previamente ao lançamento de novas ofertas de títulos no mercado.

Outro aspecto importante regulamentado pela Lei se acha ligado ao mercado secundário de títulos⁵⁸ e diz respeito à questão da transparência de

⁵⁸ Denomina-se como “mercado secundário” o conjunto das transações realizadas em Bolsas de Valores, em que detentores de títulos promovem sua negociação.

informações, assegurada a todos os participantes do mercado. Trata-se de um passo inicial no sentido do estabelecimento, na segunda metade dos anos 90, dos princípios de governança corporativa, que se constituem em um ponto de relevo para o mercado de capitais, que tem sido objeto do trabalho de especialistas, tanto no Brasil como no exterior.

A Lei 4728 foi bastante inovadora ao fixar novos instrumentos de captação de poupança, como as ações⁵⁹ e debêntures⁶⁰ transferíveis por endosso, ao mesmo tempo em que permitia a emissão de debêntures conversíveis em ações, mediante opção expressa de seus portadores ao final do prazo especificado para o empréstimo que os papéis representavam. Igualmente inovou, ao estabelecer disciplina para os fundos em condomínio de títulos ou valores mobiliários e para as sociedades anônimas de capital autorizado.

Devemos também ressaltar a integração do texto legal com a legislação emanada do Governo ao tempo do PAEG, quando menciona que as debêntures e obrigações passavam, por força de dispositivo da Lei do Mercado de Capitais, a poder remunerar seus detentores com correção monetária, além dos juros estabelecidos pelos emitentes, como forma de contornar as dificuldades criadas pela “Lei da Usura”, dos anos 40, que estabelecera limites para o pagamento de juros por devedores a credores.

Os avanços introduzidos pela Lei 4728/65 no Mercado de Capitais foram bastante sensíveis, tendo sido complementados, onze anos após, pela legislação que alterou a Lei das Sociedades Anônimas e que criou a CVM – Comissão de Valores Mobiliários, com o fim precípuo de regulamentar e fiscalizar o setor. A partir desse momento a ação do Banco Central sobre o

⁵⁹ Parcela do capital de uma dada empresa. Proporciona a seu detentor o pagamento de dividendos, calculados de acordo com o resultado das operações da sociedade num dado exercício. São consideradas como um investimento em renda variável.

⁶⁰ Título de dívida vendido por uma dada empresa de capital aberto ao mercado de capitais. Proporciona a seu detentor o pagamento de juros pré ou pós fixados, pagos semestralmente pela empresa emitente do título até seu resgate, que se dá em prazo pré-determinado. São consideradas como investimento em renda fixa.

mercado de capitais ficou restrita à fiscalização sobre o funcionamento de determinados fundos de investimento, até o estabelecimento da Instrução 409 da CVM, no último trimestre de 2004.

1.2.5 Regulamentação da Atuação dos Auditores Independentes

Em consonância com o que estabelecia a Lei da Reforma Bancária, o Conselho Monetário Nacional regulamentou, em setembro de 1965, através da Resolução nº. 7, o registro dos auditores independentes. Estes, pessoas jurídicas de direito privado, devem ser registrados para o fim de prestar serviços da espécie às companhias abertas, de modo a garantir a observância dos princípios de transparência e a qualidade das informações contábeis prestadas a acionistas e ao mercado. Trata-se de um princípio básico para garantir o bom funcionamento do mercado e impedir a utilização de informações privilegiadas⁶¹ por parte dos diferentes agentes no mercado.

1.2.6 Fundo de Garantia por Tempo de Serviço - FGTS

O Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, instituído pela Lei 5107, de 1966, tinha uma dupla função. Era uma mudança da legislação social e representava a ruptura do princípio de estabilidade de emprego, consagrado na Consolidação das Leis do Trabalho em 1943, com pouca validade.

Na prática, o empregado era geralmente demitido pelo empregador antes de atingir o período de dez anos de trabalho, essencial para a aquisição do direito previsto naquela Lei. Daí a atuação governamental na criação de um pecúlio que o acompanha ao longo de sua trajetória profissional.

⁶¹ No mercado de capitais denomina-se como *informação privilegiada* qualquer aspecto que afete o desempenho da cotação de uma dada ação ou debênture no mercado secundário e que não seja de conhecimento geral, garantindo a seu detentor uma vantagem no processo de negociação desses títulos.

Nesse estudo, o aspecto mais importante da instituição do FGTS diz respeito à criação de um mecanismo de poupança forçada, que constituiu um poderoso acelerador dos recursos à disposição do Sistema Financeiro da Habitação. Na qualidade de gestor dos recursos do FGTS, ficou o Banco Nacional de Habitação em condições de promover um aumento substantivo nas operações da espécie, inicialmente apenas no financiamento habitacional e, posteriormente, também em financiamentos de obras de saneamento básico promovidas pelo poder público.

1.2.7 Regulamentação do Setor Segurador

Existindo no Brasil desde 1808, as atividades de seguros foram regulamentadas por muito tempo pela legislação portuguesa, e apenas em 1850, com a publicação do Código Comercial, puderam ter uma legislação específica.

O Decreto-Lei no. 73 de novembro de 1966, alterou substancialmente os normativos existentes, instituindo o Conselho Nacional de Seguros Privados, como órgão deliberativo do Sistema, ao mesmo tempo em que criava a SUSEP – Superintendência de Seguros Privados, como autarquia vinculada ao Ministério da Indústria e do Comércio. Cabia à SUSEP, de acordo com o decreto-lei citado, exercer a função de órgão controlador do Sistema, ao mesmo tempo em que se constituía em órgão executor das diretrizes emanadas do Conselho Nacional de Seguros Privados. A vinculação da SUSEP foi posteriormente direcionada ao Ministério da Fazenda⁶².

O Decreto-Lei nº 73 estabeleceu os objetivos da política de seguros privados como sendo:

- a) promover a expansão do mercado de seguros e criar condições para sua integração no desenvolvimento econômico e social do país;

⁶² Decreto no. 83.483/79.

- b) evitar a evasão de divisas, pelo equilíbrio de balanço dos resultados do intercâmbio de negócios com o exterior;
- c) firmar o princípio de reciprocidade nas operações de seguro; condicionando a autorização para o funcionamento das empresas estrangeiras à criação de igualdade de condições para empresas brasileiras nos países de origem;
- d) promover o aperfeiçoamento das Companhias de Seguros;
- e) preservar a liquidez e solvência das Sociedades Seguradoras; e,
- f) coordenar a política de seguros com a política de investimentos do Governo Federal, observados os critérios estabelecidos nas políticas monetária, creditícia e fiscal.

Os objetivos enunciados nos itens “e” e “f” destacam claramente a ligação entre o Sistema Nacional de Seguros Privados e o Sistema Financeiro Nacional, explicitando a posição das empresas seguradoras, a de instituições auxiliares do sistema financeiro, tendo em vista o volume de recursos que manipulam e seu reflexo sobre os agregados monetários.

1.2.8 Regulamentação das Sociedades de Capitalização

O Decreto-Lei nº 261, de fevereiro de 1967, foi mais uma contribuição do PAEG ao processo de institucionalização do setor financeiro no país. As empresas de capitalização haviam sido regulamentadas por legislação de 1920, posteriormente modificada pelo Decreto nº 22.456, de 1933, que as definia como empresas nacionais ou estrangeiras, cujo objetivo era reunir e capitalizar em comum as economias de seus associados ou aderentes. As modificações introduzidas pelo ato de 1933 não se constituíram em aspectos de grande monta.

O decreto-lei de 1967 definiu o título de capitalização, sua necessidade de obedecer a um plano aprovado pelo Governo Federal e a

capacidade desse plano de estabelecer a forma pela qual um determinado capital pode ser constituído a partir de contribuições de pessoas físicas, por um período determinado. O diploma legal cria o Sistema Nacional de Capitalização, constituído pelo Conselho Nacional de Seguros Privados, pela Superintendência de Seguros Privados e pelas sociedades autorizadas a operar nessa modalidade de negócio.

O mesmo diploma legal estabelece os objetivos do controle do Estado sobre o setor, sendo que há uma menção específica – entre esses objetivos – à manutenção de adequados padrões de liquidez e de solvência nas sociedades de capitalização, ao mesmo tempo em que a política de capitalização deveria observar os critérios estabelecidos para as políticas monetária, creditícia e fiscal.

Tal como no caso dos seguros, verificamos a preocupação da administração da política econômica em coadunar o funcionamento dessas empresas com as metas estabelecidas, a cada momento, para a política monetária e creditícia.

A razão dessa preocupação, como no caso dos seguros, é que as empresas de capitalização devem ser entendidas como instituições auxiliares do sistema financeiro, devendo articular-se com este último em função de seu papel preponderante, na qualidade de investidores institucionais.

1.3 O MERCADO FINANCEIRO

Durante o período compreendido entre 1964 e 1984 vários pontos relativos ao funcionamento e à eficiência operacional do mercado financeiro foram objeto da ação da política financeira. As questões de natureza estrutural que ganharam maior relevância durante esse período foram:

- a) a definição sobre a organização e a autonomia do Banco Central;
- b) a estrutura do mercado financeiro;

- c) a regulamentação de bancos de investimento, consórcios e de empresas de arrendamento mercantil;
- d) o fortalecimento do mercado e o combate a crises de liquidez;
- e) o problema do sistema de financiamento habitacional; e,
- f) a criação do SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia.

Todos esses pontos contribuíram, de forma muito acentuada, para definir a conformação do mercado financeiro brasileiro, condicionando, dessa forma, as relações entre o desenvolvimento financeiro e o desenvolvimento econômico no período compreendido entre 1964 e 1984.

1.3.1 Organização do Banco Central

A estruturação do Banco Central brasileiro bem como a institucionalização do sistema financeiro foi realizada em meio a um processo de mudanças estruturais, visando atingir a estabilização econômica⁶³.

Em conseqüência, foram adotadas soluções que pudessem contemplar um conjunto de objetivos nem sempre consistentes entre si. Era a institucionalização de um novo formato para o sistema financeiro que, desde 1946, funcionava de forma desordenada e sem coordenação.

Por outro lado, o próprio formato do desenvolvimento brasileiro durante os anos 1950 e no início da década de 1960 exigia que o sistema financeiro apresentasse certas peculiaridades, que o distinguiam de seus congêneres em outros países.

O aspecto mais relevante dessas peculiaridades era a existência do papel multifacetado exercido pelo Banco Brasil S.A. Esta instituição, após a

⁶³ Banco Mundial, *Brasil Análise dos Sistemas Financeiros*, Rio de Janeiro: IBMEC, 1985. p. 12.

criação da SUMOC, através do Decreto-Lei nº 7.293, de 1945, havia permanecido com as atribuições de fiscalização bancária, promoção do desenvolvimento da agricultura e de agente financeiro do Tesouro Nacional, além de exercer sua função de banco comercial.

Ao estabelecer o Sistema Financeiro Nacional através da Lei Bancária (Lei nº 4.595/64), o Governo define que a execução das políticas monetária e creditícia passe a ser compartilhada entre o recém criado Banco Central e o Banco do Brasil.

Roberto Campos⁶⁴, ao comentar a criação do Banco Central, refere-se a quatro desvios contidos na lei bancária e que contribuíram para que a autoridade monetária tivesse, no Brasil, uma regulamentação não ortodoxa⁶⁵, quando comparada com suas similares em outros países. Esses desvios compreendiam:

- a) a existência da "conta movimento";
- b) o recebimento, por parte do Banco do Brasil, dos depósitos voluntários das instituições financeiras;
- c) a assunção, pelo Banco Central, de funções de fomento que lhe deveriam ser estranhas; e, finalmente,
- d) a não existência de autonomia operacional para o Banco Central.

A primeira anomalia do modelo adotado pela Lei nº 4.595/64 diz respeito à instituição da chamada "conta movimento": o Banco do Brasil, na função de agente financeiro do Tesouro Nacional, deveria continuar a receber e movimentar seus depósitos, realizando também serviços por conta do Banco Central.

⁶⁴ CAMPOS, Roberto de Oliveira. *A Lanterna na Popa*. 4ª. ed. Rio de Janeiro: Topbooks, 2001, p. 666 e 667.

⁶⁵ Ortodoxo é aqui empregado no sentido de uma conformação que se ache estritamente em consonância com aquilo que foi estudado pela escola monetarista de Chicago e que tem sido o ponto central das recomendações das instituições multilaterais, em especial o FMI – Fundo Monetário Internacional.

Ainda segundo Campos⁶⁶:

“Inicialmente essa conta seria liquidada semanalmente, vencendo juros de 1% sobre o saldo devedor do Banco do Brasil. Gradualmente se afrouxou essa exigência de liquidação e a conta-movimento passou a ser uma espécie de redesconto automático de financiamentos do Banco do Brasil. No auge do processo, a conta-movimento chegou a ultrapassar a base monetária”.

O segundo ponto importante diz respeito ao recebimento de depósitos voluntários das instituições financeiras. Estes depósitos são parte obrigatória das funções de uma autoridade monetária. Entretanto, no Brasil foram atribuídos ao Banco do Brasil, durante uma fase de transição, à semelhança dos depósitos compulsórios, que eram registrados na conta de reserva bancária, à ordem do Banco Central. Na medida em que esse período de transição se prolongou, o recebimento de depósitos pelo Banco do Brasil se tornou permanente, conferindo-lhe na prática o "status" de autoridade monetária.

O terceiro aspecto a ser destacado é o fato do Banco Central do Brasil, além da função institucional de supervisão e fiscalização do sistema financeiro, ter recebido a função de fomento do crédito rural. Neste sentido, foi criada uma diretoria de crédito rural, contrariando o princípio de separação das funções de uma autoridade monetária daquelas que são típicas de instituições de desenvolvimento regional ou setorial. A essa diretoria cabiam tarefas de estruturar e acompanhar a política nacional de crédito rural, definindo linhas de atuação para que o sistema nacional de crédito rural pudesse atuar. Todos os bancos comerciais passaram a sofrer o contingenciamento de seus créditos, visando beneficiar o setor agropecuário. Assim, passou-se a reservar parcela dos depósitos captados à vista, já deduzido o depósito compulsório à ordem da autoridade monetária, ao financiamento do agropecuária, de acordo com as diretrizes do Governo.

⁶⁶ Idem, op. cit. p. 666.

Os bancos comerciais que não desejassem ou não pudessem realizar operações dessa espécie, deveriam depositar os recursos que estavam sendo contingenciados à ordem do Banco Central, que os direcionaria para outra instituição financeira integrante do sistema de crédito rural.

Por outro lado, o Banco do Brasil permaneceu com funções de financiamento de crédito rural a taxas subsidiadas, inclusive a longo prazo, contando com recursos quase ilimitados que provinham do Banco Central. A chamada "*conta-movimento*", já mencionada, tornou-se de fato uma linha de redesconto automático, sem limite. De acordo com esse mecanismo, o Banco do Brasil apresentava mensalmente todas as operações de crédito rural ao Banco Central e obtinha um refinanciamento imediato.

Nestas condições, o modelo instituído em 1964 e mantido até o final de 1985, estabeleceu uma forma não ortodoxa de controle das finanças públicas. As contas do Banco Central figuravam no chamado "orçamento monetário", que era uma peça em separado do orçamento da União. Era também através do orçamento monetário que o Banco Central financiava os gastos do Tesouro Nacional, criando assim uma fonte potencial de déficit, não explicitada na peça orçamentária da União.

Outro ponto importante a destacar na atuação do Banco Central em suas funções de fomento à agropecuária diz respeito à captação de recursos junto a instituições financeiras multilaterais, como o Banco Mundial, para repasse às instituições integrantes do Sistema Nacional de Crédito Rural, com a finalidade de suprir recursos de longo prazo para a modernização do setor agropecuário, agroindustrial ou ainda da infra-estrutura básica para distribuição e exportação.

Ainda como parte do terceiro ponto de desvio entre uma visão mais ortodoxa em termos de organização de Banco Central e a solução adotada no Brasil, devemos ressaltar que o Banco Central também desempenhou outras funções de desenvolvimento. Tais atribuições, típicas de um banco de fomento e não condizentes com seu caráter de autoridade monetária, abrangiam os campos do comércio exterior; do

financiamento habitacional; e da regulamentação e fiscalização de consórcios comerciais. A natureza inflacionária dessas funções de fomento se constituiu, ao longo do tempo, em um ponto bastante controverso da trajetória do Banco Central.

O quarto e último problema apontado por Roberto Campos⁶⁷ reside na questão da autonomia do Banco Central. Neste particular é necessário, inicialmente, distinguir entre os conceitos de independência e de autonomia do Banco Central.

Masiero e Werlang⁶⁸ consideram que: *"um banco central pode ser independente sob dois aspectos: com relação a seus objetivos e apenas com relação aos instrumentos de política monetária"*. Mais adiante, no mesmo texto, aduzem que: *"...banco central é independente quando possui autonomia de objetivos e operacional"* e que: *"Chama-se de autônomo o banco central que apenas tem autonomia operacional"*.

Finalmente, cabe destacar que, de acordo com Wagner⁶⁹,

"..países com bancos centrais mais independentes apresentam comparativamente taxas mais baixas de inflação sem que incorram em redução do crescimento econômico ou crescimento da volatilidade".

A autonomia do Banco Central, conquanto constante do espírito que presidiu sua criação em 1964, não foi mantida por ocasião do final da administração Castello Branco. Conforme relata Roberto Campos⁷⁰, a despeito do conceito de "mandato" estabelecido na lei bancária, logo ao início da administração Costa e Silva esse preceito foi rompido, com a

⁶⁷ Ibidem, op. cit., p. 666 e 667.

⁶⁸ MAZIERO, Pricila e WERLANG, Sergio Ribeiro da Costa. Política Monetária e Autonomia do Banco Central. In: *Reformas no Brasil: Balanço e Agenda*. Fabio Giambiagi, José Guilherme Reis e André Urani (org). Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2004, p. 328 e 329.

⁶⁹ WAGNER, Helmut. Central Bank Independence and the Lessons for Transition Economies from Developed and Developing Countries. *Comparative Economic Studies*, XLI, n° 4, Tempe/Az., 1999. p. 5.

⁷⁰ Ibidem, op. cit., p.669-671.

substituição do presidente do Banco. A partir desse momento, até os dias que correm, estipulou-se subordinação do Banco Central ao Ministério da Fazenda, deixando de haver a recomendável autonomia operacional e criando-se uma vinculação política entre o governo e o Banco Central.

1.3.2 Estrutura do Sistema Financeiro

A segunda questão básica que abordamos neste estudo diz respeito à forma segundo a qual pode ser estruturado um sistema financeiro. Existem, de forma genérica, dois formatos distintos para as instituições que compõem o mercado financeiro: as instituições múltiplas e as instituições especializadas.

A tradição européia, particularmente a alemã, consagra o modelo múltiplo ou universal, que consiste na autorização para que cada instituição financeira atue nos segmentos que desejar, sem qualquer restrição.

Nos Estados Unidos, o modelo introduzido pelo Bank Act, também conhecido como Glass Steagal Law, de 1933, promoveu uma clara separação entre os campos de atuação das instituições financeiras. Anteriormente ao estabelecimento dessa Lei, já existia um conjunto de restrições à atuação de bancos, sob o ponto de vista geográfico, uma vez que esse tipo de instituição financeira achava-se circunscrito a um único estado da federação.

A lei bancária norte-americana, de 1933, instituiu um seguro de depósitos, visando salvaguardar os recursos de depositantes, ao mesmo tempo em que os bancos comerciais foram limitados à captação de depósitos e aplicação de recursos junto a seus clientes (pessoas físicas e jurídicas).

As atividades de banco de investimento, caracterizadas por uma atuação no mercado de capitais, seja para lançamento de novas ações,

debêntures e *commercial papers*⁷¹, seja para administrar recursos de terceiros aplicados nesses títulos, foram reservadas a instituições que deveriam atuar em separado, proibidas de captar recursos junto aos pequenos depositantes.

Na disciplina do mercado financeiro, contida na Lei nº 4.595/64 e nos diferentes atos normativos posteriormente introduzidos pelo Banco Central, adotou-se o modelo norte-americano. O objetivo era o de segregar as atividades operacionais das instituições financeiras por segmento, de maneira a especializar a operação e reduzir riscos para cada agente financeiro analisado de “*per se*”.

Conjuntamente a esse objetivo, verificava-se também uma maior influência da autoridade monetária sobre o mercado e a possibilidade de contar com instituições financeiras não ligadas a conglomerados, atuando de forma muito dinâmica em um, ou em outro segmento desse mesmo mercado.

Essa diretriz de segmentação presente não apenas na Lei Bancária, mas também nas resoluções emitidas pelo Banco Central, que regulamentaram as diversas modalidades de instituição financeira⁷², conjugadas com a orientação imprimida à política financeira pelo Ministério da Fazenda e pelo Banco Central, durante o governo Médici, especialmente no período 1971/73, facilitou o surgimento de conglomerados financeiros⁷³ e o processo de concentração dos mesmos⁷⁴.

⁷¹ Denomina-se como *commercial paper* o título emitido por uma dada empresa, com prazo de resgate inferior a 270 dias nos Estados Unidos e 180 dias no Brasil, que se destina a captar recursos junto ao mercado de capitais para a solução de problemas de capital de giro pelas empresas.

⁷² Resoluções 18, 45 e 93 do Conselho Monetário Nacional, de 18/02/1966, 30/12/1966 e 26/06/1968, respectivamente.

⁷³ Denomina-se como “*conglomerado financeiro*” o conjunto de instituições financeiras pertencentes a um mesmo grupo econômico, normalmente constituído por um banco comercial, um banco de investimento, uma sociedade de crédito financiamento e investimentos. Eventualmente o conglomerado contava também com uma companhia de crédito imobiliário, uma seguradora, uma corretora de títulos e valores mobiliários.

⁷⁴ RESENDE, André Lara. Da inflação crônica à hiperinflação: observações sobre o quadro atual. *Revista de Economia Política*, Vol. 9, nº1 /março. São Paulo: Brasiliense, 1989.

Procurou-se criar no Brasil, à semelhança dos *keiretsu*⁷⁵ japoneses, grupos financeiros e industriais, que pudessem desenvolver suas atividades econômicas dentro de um amplo espectro de atuação. Foi neste sentido que o governo criou, a partir de 1971, a Cofie – Comissão de Fusão e Incorporação de Empresas, coerente com o objetivo de:

“...adotar uma política favorável às fusões e incorporações bancárias, que viessem a proporcionar economias de escala, reduzir os custos operacionais do sistema e possibilitar o aumento de produtividade dessas instituições de crédito”⁷⁶.

A partir do Decreto-Lei nº 1.182, de 1971, foram concedidas vantagens fiscais às fusões e incorporações. Em consequência dessa norma legal, fortaleceram-se os conglomerados financeiros, constituídos por bancos comerciais, bancos de investimento, financeiras, companhias de crédito imobiliário, sociedades de investimento, corretoras e distribuidoras de valores, bem como por companhias de seguro e de capitalização.

Com o fortalecimento dos conglomerados foram desaparecendo, gradualmente, as instituições financeiras independentes e os bancos comerciais assumiram a postura de “supermercados financeiros”, passando a oferecer a seus correntistas um conjunto de serviços que, além daqueles que caracterizavam sua faixa de atuação, eram desenvolvidos por instituições financeiras e não financeiras (geralmente companhias de seguro e de capitalização), que pertenciam ao mesmo conglomerado.

Dessa maneira, a separação entre o campo de atuação das diferentes instituições passou a ser mais formal do que real. Cada instituição pertencente a um conglomerado se ocupava de uma dada faixa do mercado

⁷⁵ Denomina-se como *keiretsu* os grandes conglomerados financeiros e industriais japoneses que, anteriormente à Segunda Guerra Mundial recebiam a designação *zaibatsu*. Trata-se de grandes grupos empresariais detentores de empresas industriais situadas em diversos setores da economia e de instituições financeiras também. Um exemplo desses *keiretsu* são os grupos Mitsubishi e Sumitomo, que englobam petroquímicas, empresas de refino e extração de petróleo, indústrias mecânicas, imobiliárias, *trading companies*, e diversas instituições financeiras.

⁷⁶ GALVEAS, Ernane. *Sistema Financeiro e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1985, p. 27.

de serviços financeiros e afins, possuindo diretoria e contabilidade próprias, mas – para efeito de gestão e de operação – o conglomerado era representado perante o mercado, pelo banco comercial e sua rede de agências que, de fato, realizavam todas as operações da espécie.

A idéia de instituições especializadas e independentes, cujo mérito era o de conduzir a uma configuração em que estas teriam um menor poder de barganha vis-à-vis com a autoridade monetária, deixou definitivamente de existir na primeira metade dos anos 1970.

Lago⁷⁷ aponta, como primeira consequência dessa política, a eliminação da concorrência entre as instituições, o que poderia ter resultado numa queda das taxas de juros reais do sistema.

Por outro lado, devemos ressaltar que essa concentração de um setor, que anteriormente já se achava fortemente oligopolizado, teve a vantagem de fortalecer o sistema, reduzindo os riscos sistêmicos⁷⁸ envolvidos. De toda forma, a organização especializada do sistema financeiro foi mantida durante o período focado neste capítulo, tendo sofrido alteração apenas ao final dos anos 1980.

1.3.3 Regulamentação de Bancos de Investimento, Consórcios e Empresas de Arrendamento Mercantil

As regulamentações dos bancos de investimento, dos consórcios e das empresas de arrendamento mercantil se constituíram em aspectos igualmente importantes na estruturação do sistema financeiro nacional durante o período 1964/1984.

⁷⁷ LAGO, Luiz Aranha Corrêa. A Retomada do Crescimento e as Distorções do “Milagre” 1967-1973, in *A Ordem do Progresso*, op. cit. p.259.

⁷⁸ Denomina-se “risco sistêmico” a possibilidade de ocorrer um processo generalizado de perda de liquidez por parte de instituições financeiras, através do contágio decorrente das operações do mercado interfinanceiro.

Os bancos de investimento, de acordo com o modelo de segmentação de mercado instituído pela Lei Bancária, foram regulamentados pela Resolução 18/66, do Conselho Monetário Nacional. Na faixa de suas operações ativas⁷⁹ se achavam definidas operações de crédito ou de participação, destinadas a pessoas jurídicas, com prazos médios e longos, cujo objetivo fosse o reforço do capital de giro ou investimentos em ativo fixo, como máquinas, equipamentos, instalações e construções de unidades produtivas. Além dos recursos provenientes do seu próprio capital, essas instituições poderiam captar depósitos a prazos superiores a dezoito meses, com cláusula de correção monetária, atuar como agentes repassadores de recursos provenientes de terceiros, promover a distribuição e colocação de ações e debêntures no mercado de capitais e administrar fundos de investimento.

Como instrumento importante de sua atuação, os bancos de investimento foram autorizados, de acordo com a Resolução 63/67, a captarem recursos no exterior, mediante autorização do Banco Central, para repasse a empresas brasileiras. Apesar de os bancos comerciais autorizados a operar em câmbio também se encontrar abrangidos por esse normativo, foi sem dúvida a atuação dos bancos de investimento que proporcionou um fluxo crescente de recursos de origem externa para as empresas brasileiras.

Dessa forma consolidou-se a relação entre o sistema financeiro nacional e o sistema internacional, na medida em que parte da poupança disponível no mercado internacional pode ser colocada à disposição das empresas brasileiras.

O mecanismo criado pela Resolução 63, que perdurou por todo o período analisado neste capítulo, ainda que sofrendo alterações de regulamentação, permitiu até o advento da crise da dívida, em 1982, que a estratégia de crescimento econômico baseada em endividamento externo fosse cumprida.

⁷⁹ Denomina-se “operação ativa” toda e qualquer operação realizada por uma instituição financeira que resulte num crédito dessa instituição contra um terceiro.

Ao contrário do que estabelecia a Lei nº 4131/62⁸⁰, o novo instrumento permitia que ocorresse intermediação financeira entre os detentores de recursos no mercado internacional e as empresas tomadoras, no Brasil.

Os consórcios⁸¹ foram regulamentados pela Resolução 67/67, do Conselho Monetário Nacional. Anteriormente a essa regulamentação, haviam sido objeto de disciplina através do Decreto-Lei nº 7.930/45, que dispunha sobre a matéria, vinculando a administração dos grupos de autofinanciamento ao preenchimento de certos requisitos que pudessem garantir os participantes dos futuros grupos contra práticas inadequadas de gestão dos recursos reunidos.

A Resolução 67/67 estabeleceu que os bancos só poderiam aceitar a abertura de contas vinculadas a grupos de autofinanciamento se satisfeitas uma série de regras de funcionamento para os referidos grupos.

O assunto foi posteriormente regulamentado novamente, através da Lei nº 5.768/71, que estabeleceu a obrigatoriedade de autorização do Ministério da Fazenda para o funcionamento de grupos de consórcio, criando também limites para as despesas de administração cobradas aos participantes, bem como exigindo que a contabilidade dos grupos fosse realizada em separado.

No período subsequente (1984/2004), essa regulamentação foi alterada, atribuindo-se, por meio da Lei nº 8.177/91, a competência dessa autorização, bem como da fiscalização de funcionamento e intervenção ou liquidação das administradoras de consórcio ao Banco Central.

Por fim, cabe mencionar a instituição das empresas de arrendamento mercantil, realizada através da Lei nº 6.099, de 12 de setembro de 1974. Na exposição de motivos apresentada na época, ficou reconhecida a

⁸⁰ A Lei nº 4131/62, conhecida como “Lei da Remessa de Lucros”, permitia que empresas estrangeiras buscassem financiamento no exterior para suas operações no país.

⁸¹ Consórcio é a reunião de pessoas físicas ou jurídicas para, em um grupo fechado, reunir recursos visando a aquisição de bens móveis ou imóveis, em um esquema de auto-financiamento.

importância da regulamentação desse tipo de operação financeira, tendo em vista que ela representava uma alternativa importante para o processo de modernização das instalações produtivas. A modernização do parque fabril da indústria brasileira, essencialmente composto por pequenas e médias empresas com diminuta capacidade de investimento, estava exigindo a regulamentação das operações de *leasing*⁸². Essas operações teriam tratamento tributário especial, desde que caracterizadas como:

*“operações realizadas entre pessoas jurídicas, tendo por objetivo o arrendamento de bens adquiridos a terceiros pela arrendadora, para fins de uso próprio da arrendatária e que satisfaçam às especificações desta”*⁸³

Essa mesma diretriz foi mantida por ocasião da revisão de legislação realizada através da Lei nº 7.132, de 26 de outubro de 1983, que incluiu nas operações permitidas aquelas que se viessem a celebrar com pessoas físicas, bem como regulamentou as operações de *sale & lease back*⁸⁴. A vantagem tributária oferecida pelas operações de arrendamento mercantil consiste em computar como despesas operacionais, dedutíveis portanto do lucro tributável das empresas, as parcelas pagas a título de arrendamento.

O grande crescimento das operações desse tipo no mercado brasileiro, especialmente durante a década de 1990, mostra o acerto do estabelecimento das operações da espécie.

⁸² Termo em inglês utilizado internacionalmente para designar operações de arrendamento mercantil.

⁸³ Artigo 1º da Lei nº 6.099, de 12/09/1974.

⁸⁴ As operações da espécie representam uma alternativa para a transformação de recursos imobilizados em capital de giro por empresas que se acham com problemas de liquidez. Consiste em vender um determinado ativo a uma empresa de arrendamento mercantil, arrendando-o de volta.

1.3.4 Fortalecimento do Mercado e Combate às Crises de Liquidez

Um aspecto importante da estruturação do Sistema Financeiro Nacional desde seu início é controle do risco sistêmico. As instituições financeiras, objeto da regulamentação da Lei Bancária e dos normativos subsequentes provenientes do Conselho Monetário Nacional, deveriam estar protegidas das consequências de uma súbita crise de liquidez que, afetando um determinado agente do mercado financeiro, pudesse abalar as demais instituições por meio do contágio proporcionado pelo mercado interfinanceiro.

O assunto foi regulamentado inicialmente através da Lei nº 5.143, de 20 de outubro de 1966. Essa lei criava o IOF – Imposto sobre Operações Financeiras, que passaria a incidir sobre todas as operações celebradas por instituições financeiras e por empresas de seguros, e que seria recolhido ao Banco Central. Esses recursos permitiam à autoridade monetária dispor de meios para intervir nos mercados de capitais e de câmbio, bem como assistir financeiramente as instituições que viessem a apresentar dificuldades de liquidez, não podendo honrar seus compromissos de resgate de depósitos ou aplicações.

Posteriormente, através do Decreto-Lei nº 1.342/74, ficou permitido que o Banco Central, mediante autorização do Conselho Monetário Nacional, pudesse aplicar os recursos da reserva monetária para garantir o regime de normalidade dos mercados. Dessa maneira, foram permitidas aplicações de recursos no saneamento financeiro de instituições financeiras e no pagamento parcial ou total do passivo que essas viessem a apresentar.

A proteção do sistema contra a ocorrência de crises de natureza sistêmica foi objeto de dois diplomas legais durante o período 1964/1984. Inicialmente o assunto foi objeto do Decreto-Lei nº 48/66 que, com apenas quatro artigos, definia o processo de intervenção da autoridade monetária no sentido de garantir o funcionamento dos mercados. Se ocorresse qualquer irregularidade numa determinada instituição, o Banco Central poderia intervir imediatamente, de modo a impedir o agravamento da situação. Neste caso, os administradores seriam afastados e as atividades normais da instituição

seriam suspensas. Sanada a irregularidade, a instituição financeira poderia ser vendida a outro grupo empresarial, seguindo seu curso normal. Aos administradores afastados seriam cometidas penas de caráter administrativo, que culminavam com a inabilitação permanente para desempenhar funções semelhantes no mercado. Se no decorrer de uma intervenção fossem constatadas irregularidades consideradas como insanáveis, o processo de intervenção era convertido pela autoridade monetária em liquidação extrajudicial.

Em ambos os casos a instituição seria gerida por um interventor ou liquidante, nomeado pelo Banco Central, sendo que, no caso da liquidação, seria promovida a venda de todos os ativos da instituição para pagar seus credores.

O assunto foi mais bem equacionado com o advento da Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974. De acordo com a Lei, ficam sujeitas à intervenção extrajudicial as instituições financeiras privadas, as instituições financeiras públicas não federais e as cooperativas de crédito. A sistemática também atinge sociedades corretoras, sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários, fundos de investimento, empresas seguradoras, de previdência privada e de capitalização. Ficam fora do objeto da lei as instituições financeiras federais, que devem ser liquidadas ordinariamente, sempre que a União entenda necessário. Cabe ressaltar que as intervenções e liquidações no âmbito das instituições componentes do mercado de capitais devem ser realizadas pelas Bolsas de Valores e que as empresas de seguros, capitalização e previdência ficam sujeitas à autoridade da SUSEP que, como já exposto neste capítulo, deve exercer função regulamentadora sobre esses mercados auxiliares.

1.3.5 O Financiamento Habitacional

Outro aspecto importante na estruturação do sistema financeiro em qualquer país, e que ganha especial destaque numa sociedade emergente como a brasileira, marcada por profunda desigualdade social, diz respeito à existência de mecanismos de financiamento habitacional.

A importância de uma institucionalização adequada do sistema de financiamento habitacional decorre de dois aspectos distintos. Por um lado, trata-se de oferecer a parcelas crescentes da população, especialmente os segmentos de menor renda, o acesso à casa própria, que constitui um elemento essencial para a afirmação da cidadania. Por outro, desde a crise da depressão durante os anos 1930 ficou patente a característica anti-cíclica dos investimentos em construção civil e o grande efeito multiplicador que um programa dessa natureza tem sobre o nível de renda e de emprego na economia como um todo.

No Brasil, como assinalado anteriormente, as tentativas de institucionalização do financiamento habitacional, constituídas, basicamente, pela Fundação da Casa Popular e pelos antigos Institutos de Aposentadoria e Pensões não tiveram maior êxito. Isso se deve à aceleração da inflação ao longo da década de 1950 e na primeira metade dos anos 1960.

A partir da introdução da correção monetária por meio da Lei nº 4.357, de 17/07/64, deixou de existir a questão da erosão causada pela inflação nos recursos destinados ao financiamento habitacional. Na realidade, aquela norma legal tornava obrigatória a correção monetária dos ativos imobilizados das empresas, de acordo com índices estabelecidos pelo Conselho Nacional de Economia, ao mesmo tempo em que aplicava o princípio a débitos fiscais em atraso.

Na seqüência, foi apresentado ao Congresso Nacional o projeto de lei relativo ao estabelecimento do Banco Nacional de Habitação – BNH. A iniciativa governamental buscava solucionar a questão de moradia, ao mesmo tempo em que instituía uma ferramenta anti-recessiva, estimulando o crescimento do setor de construção civil, em momento em que o ajuste

econômico conduzido pelo governo causava uma redução no ritmo de crescimento econômico.

A Lei nº 4.380, de 21/08/64, ao instituir novos mecanismos de financiamento habitacional com recursos que não comprometessem o déficit orçamentário, visava atrair poupanças privadas para o setor. Para tanto, a correção monetária foi estendida aos contratos de venda, construção ou financiamento de habitações. Paralelamente, passaram a existir instrumentos de captação de recursos, como: a caderneta de poupança e as letras imobiliárias, que – à semelhança das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional – ORTN, remuneravam seus aplicadores com juros pós-fixados, calculados sobre o saldo das aplicações, corrigido de acordo com os índices fixados pelo Conselho Nacional de Economia.

Com o estabelecimento do FGTS – Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, através da Lei nº 5.107, de 13/09/66, esse mecanismo de poupança forçada passou a contribuir para o financiamento habitacional, constituindo-se, ao lado das cadernetas de poupança, no elemento essencial para a captação de recursos pelo sistema de habitação. A gestão dos recursos do FGTS ficou cometida ao Banco Nacional de Habitação até sua extinção e transferência de funções para a Caixa Econômica Federal, em novembro de 1986.

Segundo Campos⁸⁵, ao contrário da expectativa de seus criadores, as letras imobiliárias não tiveram posição de destaque na captação de recursos. Isto se deve, provavelmente, à inexistência até os dias que correm, de um mercado secundário para títulos de dívida no Brasil. Essa lacuna impede que as letras imobiliárias tenham negociação facilitada entre os diferentes investidores, o que limita sua capacidade de comercialização.

O Sistema Financeiro da Habitação, constituído pelo Banco Nacional de Habitação, pelas Sociedades de Crédito Imobiliário e pelas Associações de Poupança e Empréstimo, nos termos do que estabelecia a Lei nº 4.380/64, apresentou um excelente desempenho durante o período compreendido entre 1964 e o início dos anos 1980.

⁸⁵ Ibidem, op. cit., p. 655.

O ponto central que provocou problemas ao funcionamento do sistema diz respeito à relação entre a correção das prestações a serem pagas pelos mutuários de casa própria e a correção do principal da dívida.

Segundo a legislação instituída em 1964, a correção dos valores dessas prestações seria feita de acordo com a variação do salário mínimo. A partir de 1965, constatada a inconveniência desse procedimento, que transformaria o salário mínimo em indexador econômico, decidiu-se considerar que a UPC – Unidade Padrão de Capital, indexador do principal da dívida, passaria a seguir os índices de variação das ORTN – Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional.

Na medida em que a UPC variava trimestralmente, passou-se a considerar que a correção do valor da UPC seria a correção acumulada pelas ORTN durante o período considerado. Entretanto, essa medida provocou o descasamento entre a correção aplicada ao principal da dívida e a correção das prestações do mútuo concedido, que continuou a ser feita de acordo com a variação do salário mínimo.

Nos contratos de financiamento celebrados até 1967, ao final do período de pagamentos acordado entre o mutuário e seu financiado, deveria ser apurada a existência de saldo devedor residual. Se esse saldo existisse, o mutuário teria a faculdade de quitá-lo num prazo adicional, que equivaleria a 50% do prazo originalmente estabelecido no contrato de financiamento.

Esse problema afetava as relações contratuais decorrentes dos financiamentos habitacionais. De fato, criava insegurança nos mutuários sobre o exato montante de sua dívida, ao mesmo tempo em que as instituições financeiras viam ocorrer a elevação do principal da dívida, sem que pudessem reajustar, adequadamente, as prestações.

Para resolver esse impasse, o BNH criou, através da Resolução 25, de 16/06/1967, o mecanismo de correção anual das prestações, paralelamente à instituição do FCVS – Fundo de Compensação das Variações Salariais. Este fundo constituído inicialmente por recursos alocados pelo BNH, deveria receber aportes adicionais por parte de cada

mutuário, tendo por objetivo multiplicar recursos no mercado de capitais, para permitir a integral quitação dos mútuos ao final dos prazos contratuais estabelecidos originalmente.

No entanto, a partir do começo da década de 1980, começou a se verificar um descasamento de índices entre a correção monetária cobrada dos mutuários e aquela paga aos portadores de cadernetas de poupança ou detentores de contas vinculadas do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço. Essa questão tomou corpo durante o período subsequente (1984/2004), determinando o desmantelamento do Sistema Financeiro da Habitação.

1.3.6 Sistema Especial de Liquidação e Custódia – SELIC

Outro ponto especialmente importante da atuação do Banco Central durante a década dos anos 1970 foi a constituição do SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia. Esse sistema teve seu desenvolvimento em consequência de um convênio entre a ANDIMA⁸⁶ e o Banco Central e tinha por objetivo conferir maior segurança às transações com títulos públicos, realizadas entre instituições financeiras.

De acordo com a Circular 466/79, ficou estabelecido que não mais haveria o trânsito físico de títulos públicos entre os diversos componentes do mercado aberto, mas tão somente transações eletrônicas entre os participantes, com base em títulos escriturais registrados no novo órgão. O SELIC passou a ser, simultaneamente, uma entidade de custódia e liquidação, para títulos públicos e para depósitos interfinanceiros.

⁸⁶ Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto.

1.4 O MERCADO DE CAPITALS

Quando se analisa a evolução do mercado de capitais durante o período compreendido entre 1964 e 1984, verifica-se que essa evolução pode ser sub-dividida em dois períodos distintos.

Numa primeira etapa, situada entre 1965 e 1976, ocorreu a estruturação do mercado em termos normativos e a expansão preliminar das atividades, quer no âmbito do mercado de balcão⁸⁷, quer nas transações no mercado secundário⁸⁸.

Numa segunda etapa, entre 1977 e 1984, verifica-se a influência da Comissão de Valores Mobiliários (Lei nº. 6.385/76) e da Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº. 6.404/76).

1.4.1 Estruturação e Afirmação do Mercado de Capitais

Imediatamente após o advento da Lei nº. 4.728/65 e sob a influência do PAEG, o mercado de capitais ficou sob a fiscalização do Banco Central do Brasil e a estrutura legal que norteava o funcionamento das sociedades anônimas (Decreto-Lei nº. 2627, de 26 de setembro de 1940), foi modificada por uma série de dispositivos legais criados na seqüência àquele plano de governo.

Dois foram os pilares básicos sobre os quais se assentou atuação governamental para o desenvolvimento do mercado de capitais. O primeiro, do ponto de vista cronológico, foi a Lei nº. 4.506, de 1964, que estabelece vantagens fiscais para sociedades anônimas que tivessem seu capital disperso por vários acionistas. O segundo foi a Lei nº. 4.728, de 1965, que estabelece realmente as bases para o funcionamento do mercado de capitais, conferindo ao Conselho Monetário Nacional a competência para regulamentar esse mercado.

⁸⁷ Entende-se por “mercado de balcão” aquele em que as transações ocorrem diretamente entre vendedor e comprador, sem a intermediação de uma bolsa de valores.

⁸⁸ Entende-se por “mercado secundário” a negociação de títulos e valores mobiliários em bolsa de valores, com a intermediação de corretoras.

1.4.1.1 Alterações sofridas pelas Sociedades Anônimas

Além da Lei nº 4.506/64, o governo procurou oferecer incentivos para a democratização do capital das empresas através do disposto nas Resoluções 16 e 26 do Conselho Monetário Nacional, bem como na Circular 32 do Banco Central. Esses normativos tiveram pouco êxito no sentido de incrementar o processo de abertura de capital, razão pela qual foram substituídos pela Resolução 106/68, posteriormente alterada pela Resolução 176/72. A Resolução 106 estabelece que as empresas de capital aberto deveriam ter pelo menos 20% de suas ações ordinárias em poder do público e que a parcela do capital da companhia negociada em bolsa de valores deve ser incrementada até atingir 49% do capital total da sociedade de capital aberto. Outro incentivo para a abertura de capital das companhias reside na incidência do imposto de renda sobre dividendos, que foi reduzido de 25% (nas demais empresas), para 15% quando se tratasse de sociedade anônima de capital aberto.

Esses normativos causaram uma grande evolução no número de empresas que, entre 1968 e 1971, promoveram abertura de seu capital. Nesse período ocorreu um incremento superior a 70% nas empresas de capital aberto registradas junto ao Banco Central.

Quadro 1.1	
Evolução das Empresas de Capital Aberto Registradas	
Ano	Empresas Registradas
1968	289
1969	296
1970	400
1971	493

Fonte: BACEN

1.4.1.2 Regulamentação do Sistema de Emissão e Distribuição de Títulos

As bolsas de valores, criadas no final do século XIX, funcionaram até 1964 como Câmara Sindical, agregando os Corretores Oficiais de Fundos Públicos, que eram pessoas físicas que detinham, em caráter vitalício, a exclusividade de intermediar operações em bolsa e as operações de câmbio e de metais preciosos.

A partir da Lei 4728/65 e de acordo com o que estabeleceu o Conselho Monetário Nacional em sua Resolução 39/66, as bolsas de valores se tornaram entidades civis sem fins lucrativos constituídas por sociedades corretoras. As sociedades deveriam ser organizadas como pessoa jurídica, detendo títulos patrimoniais das bolsas a que pertenciam. Esses títulos seriam caucionados às bolsas, como garantia do cumprimento das operações que as sociedades corretoras viessem a intermediar.

Cada bolsa não poderia participar dos negócios com títulos que viessem a ser nela realizados, responsabilizando-se unicamente pelo fornecimento da infra-estrutura para sua realização e para sua posterior liquidação. Em conseqüência, também foi regulamentada a existência de caixas de registro e liquidação, a quem caberia realizar a atividade de *clearing*⁸⁹.

As Bolsas de Valores deviam constituir um Fundo de Garantia, contando com os recursos provenientes da venda dos títulos patrimoniais e de taxas cobradas sobre a corretagem das operações, de modo a assegurar aos clientes e sociedades corretoras não haver prejuízo pecuniário decorrente de operações eventualmente realizadas de forma inadequada. Garantidos estavam os recursos a serem recebidos pelo investidor que estivesse vendendo títulos, bem como o recebimento dos títulos comprados pela contraparte.

⁸⁹ Expressão consagrada internacionalmente para designar a atividade de liquidação financeira de uma dada transação. Por ocasião dessa liquidação, comprador e vendedor efetivamente completam a transação negociada no mercado.

Além da regulamentação das Bolsas de Valores, a Resolução 39/66 estabeleceu as condições de funcionamento das Sociedades Corretoras, procurando garantir as necessárias condições de transparência nos negócios de intermediação de títulos. E, ao mesmo tempo, a obrigatoriedade do registro das empresas em Bolsa de Valores, atacando o problema da excessiva concentração dos negócios no mercado de balcão.

O elo adicional do sistema nacional de distribuição de valores foi regulamentado através da Resolução 76/67, que dispõe sobre as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Essas empresas devem ter uma atuação complementar à das corretoras, não podendo operar em Bolsa de Valores e encarregando-se – por assim dizer – dos aspectos de distribuição de títulos no mercado de varejo.

Imediatamente após sua regulamentação, essas empresas proliferaram em todo o país, contribuindo para a difusão do mercado de capitais. O crescimento dessas empresas foi tão acentuado que o Banco Central precisou intervir no mercado, proibindo a criação de novas distribuidoras a partir de certo momento.

1.4.2 Fundos de Incentivos Fiscais

Ao lado das ações já mencionadas, que visavam incentivar abertura de capital das empresas e regulamentar o funcionamento do sistema, o governo procurou criar condições propícias ao crescimento do mercado de capitais. Um conjunto de medidas criando incentivos fiscais foi estabelecido em 1967, buscando reforçar incentivos à formação de poupança privada. Esses incentivos se seguiram à criação, em 1966, do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, já abordada neste estudo.

O primeiro mecanismo de incentivo fiscal, certamente da maior importância, foi o fundo fiscal 157, criado através do Decreto-Lei nº 157, de 10 de fevereiro de 1967. Esse ato permitia que os contribuintes do imposto de renda pudessem deduzir uma parte do imposto devido (10%, no caso de

pessoas físicas e 5%, no caso de pessoas jurídicas), desde que aplicassem os recursos em fundos de investimento geridos por bancos de investimento, corretoras ou financeiras, desde que autorizados pelo Banco Central.

Esses fundos tinham a finalidade de investir em empresas que realizassem aumento de seu capital por meio de oferta pública de ações ou debêntures conversíveis em ações. Para que isso ocorresse havia duas condições adicionais: a) o grupo controlador deveria subscrever pelo menos 20% da nova emissão; e, b) as empresas deveriam se comprometer a alienar bens imóveis que correspondessem a, no mínimo, 15% do seu capital social, aplicando os recursos recebidos no reforço de seu capital de giro. As aplicações dos investidores ficariam retidas por um prazo mínimo de três anos, podendo ser resgatadas após esse período.

Outros mecanismos de incentivo visavam o desenvolvimento setorial ou regional. Foram estabelecidas condições para a dedução do imposto devido por pessoas jurídicas, de forma a amparar prioritariamente as atividades produtivas no Nordeste, Amazônia Legal, pesca, turismo e reflorestamento. A mecânica de funcionamento desses incentivos era muito semelhante: as empresas que desejassem ter acesso aos recursos deveriam apresentar projetos circunstanciados à consideração dos órgãos públicos federais encarregados das políticas de desenvolvimento regional, como SUDENE⁹⁰ e SUDAM⁹¹, bem como de instituições voltadas à promoção do desenvolvimento setorial, como SUDEPE⁹², EMBRATUR⁹³ e IBDF⁹⁴.

⁹⁰ Superintendência de Desenvolvimento do Nordeste – projetos visando a implantação de atividades produtivas na região do polígono das secas, envolvendo os estados de Minas Gerais (parte), Bahia, Sergipe, Alagoas, Pernambuco, Paraíba, Rio Grande do Norte e Ceará.

⁹¹ Superintendência de Desenvolvimento da Amazônia – projetos visando a implantação de atividades produtivas nos estados da Amazônia Legal.

⁹² Superintendência de Desenvolvimento da Pesca – projetos com o objetivo de expandir o setor pesqueiro nacional.

⁹³ Empresa Brasileira de Turismo – projetos visando a ampliação da infra-estrutura hoteleira do país.

⁹⁴ Instituto Brasileiro de Desenvolvimento Florestal – projetos visando o reflorestamento de áreas sem vocação para a produção agropecuária.

Após a aprovação desses órgãos públicos, as empresas interessadas em captar incentivos fiscais deveriam buscar o apoio, respectivamente do Banco do Nordeste do Brasil, do Banco da Amazônia ou do Banco do Brasil (para os incentivos setoriais de pesca, turismo e reflorestamento). Caberia a esses bancos oficiais a gestão dos recursos provenientes do incentivo fiscal concedido e a operação realizada era de participação acionária por tempo determinado, usualmente coincidente com o período de maturação do projeto⁹⁵.

Findo este prazo e estando o empreendimento em curso normal; o gestor dos recursos providenciaria a alienação das ações recebidas nas bolsas de valores, podendo realizar novos investimentos.

Em 1974, através do Decreto-Lei nº 1376/74, o Governo Federal reformulou o funcionamento desses incentivos fiscais, criando fundos de investimento que continuariam sendo supervisionados pelos órgãos encarregados das políticas de desenvolvimento regional ou setorial correspondentes, mas mantendo a gestão financeira dos recursos nos mesmos bancos oficiais já mencionados.

A despeito do enorme esforço realizado pela sociedade brasileira, em termos de poupança forçada com incentivos fiscais, os resultados colhidos pelos fundos criados a partir de 1967 não foram positivos.

No caso dos Fundos 157, verificou-se que faltava às empresas beneficiadas a necessária rentabilidade para proporcionar a seus acionistas resultados que pudessem equivaler ou ultrapassar o retorno oferecido pelos títulos de renda fixa. Por outro lado, a qualidade de gestão dessas empresas muitas vezes colocou em risco os investimentos realizados e, na maioria absoluta dos casos, as ações novas careceram de liquidez no mercado secundário.

⁹⁵ Denomina-se “período de maturação do projeto” o prazo de tempo necessário para a implantação de uma determinada atividade produtiva, após o que essa atividade deverá iniciar a geração de retornos para o(s) investidor(es).

Em relação aos recursos destinados aos fundos de investimento regionais e setoriais, podemos afirmar que muitas das falhas observadas em relação aos fundos 157 foram coincidentes, mas é inegável que contribuíram para o crescimento da atividade produtiva no campo a que se referiam. O resultado proporcionado pelo emprego desses recursos foi bastante maior nos casos dos fundos regionais do que em relação aos fundos setoriais.

No entanto, a partir do início dos anos 1980, em consequência do impacto provocado pela desorganização da economia brasileira em função dos choques do petróleo e dos juros internacionais, esses fundos passaram a contar com recursos cada vez mais escassos e não mais puderam contribuir para a desejada expansão das atividades produtivas.

1.4.3 Fundos de Investimento

Os fundos de investimento surgiram no final da década de 50, mas foram regulamentados apenas a partir de 1970, com a Resolução 145 do Conselho Monetário Nacional. Os fundos mútuos de investimento foram conceituados como condomínios de pessoas físicas ou jurídicas, que estariam reunindo recursos para a aplicação em títulos de renda fixa e de renda variável, no mercado de capitais. Cada investidor participante recebe um certo número de quotas, representativas da parcela correspondente que cada qual detém do patrimônio do fundo. Nos termos da citada resolução, sua constituição depende de autorização do Banco Central e sua contabilidade está sujeita à atuação de auditores independentes, devendo ser encaminhada semestralmente ao Banco Central.

Esses fundos devem ser administrados, de acordo com as normas do Conselho Monetário Nacional, por bancos de investimento, corretoras de valores e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, cuja função é maximizar o retorno financeiro proporcionado pelas aplicações, ao mesmo tempo em que buscam diversificar sua carteira de investimentos, com o objetivo de reduzir riscos.

De acordo com a Resolução 145/70 do Conselho Monetário Nacional, os limites para aplicação dos fundos de investimento, segundo o tipo de ativo financeiro, são um mínimo de 60% dos recursos em títulos de renda variável (ações e debêntures conversíveis em ações) e um máximo de 40% em papéis de renda fixa. O normativo também estabelece restrições sobre a aplicação de recursos em títulos emitidos por uma única empresa e proibição de aplicações em quotas de outros fundos de investimento e em ações emitidas pela administradora dos recursos. Os administradores devem ser remunerados com base numa porcentagem sobre o valor do patrimônio líquido do fundo, estando proibida a participação sobre resultados distribuídos ou reinvestidos.

A Resolução 145/70 do Conselho Monetário Nacional estabelece, por outro lado, a obrigatoriedade de atualização do valor das quotas do fundo de acordo com a cotação dos títulos no mercado secundário, sendo que no caso de ações de baixa liquidez, o valor a ser considerado é o menor nível obtido entre o valor patrimonial com base no último balanço ou o valor nominal do título. Os investidores participantes podem sacar o valor investido, respeitando o prazo de carência de 180 dias quando houvesse e, salvo em casos de força maior, o valor deve ser creditado em suas contas correntes de livre movimentação em um prazo de até 10 dias a partir da solicitação de resgate. O valor considerado para o cálculo do resgate corresponde ao valor da quota no primeiro dia útil subsequente ao do pedido de resgate.

Deve-se observar que, de acordo com sua primeira regulamentação, os fundos de investimento devem ser prioritariamente constituídos por títulos de renda variável. Os fundos de investimento foram re-estruturados pela Instrução 409/04, da CVM. Essa reestruturação é apresentada no capítulo 2 desta tese.

1.4.4 Sociedades de Investimento de Capital Estrangeiro - SICE

Regulamentadas pelo Decreto-Lei nº 1.401, de 7 de maio de 1975, essas sociedades já tinham sido objeto de referência na Lei do Mercado de Capitais (Lei nº 4728/65). Organizadas sob a forma de sociedades de capital autorizado⁹⁶, as SICE tinham todo seu capital composto por ações ordinárias e seu objetivo era aplicar os recursos captados numa carteira diversificada de títulos e valores mobiliários. Pelo menos 50% das aplicações deveriam ser realizadas em ações e debêntures conversíveis, emitidas por empresas de capital aberto controladas pela iniciativa privada nacional, adquiridas nos mercados primário ou secundário.

A administração da sociedade cabia à diretoria eleita em assembléia pelos acionistas, enquanto que a gestão técnica das aplicações da carteira deveria ser realizada por banco de investimento ou corretora de valores, autorizados pelo Banco Central. A captação de recursos no exterior deveria ser operada por agentes credenciados pela instituição gestora dos recursos e os contratos deveriam ser registrados no Banco Central.

Havia um tratamento fiscal bastante restritivo para os recursos captados pelas SICE. Enquanto as sociedades propriamente ditas estavam isentas de imposto de renda sobre os rendimentos auferidos no mercado, seus acionistas estavam sujeitos a uma pesada tributação, que se reduzia na medida em os recursos fossem aplicados no país.

Foi estabelecido um prazo mínimo de aplicação por três anos, durante o qual era vedado retirar os recursos, com o objetivo de desestimular aplicações de caráter especulativo. Os rendimentos (dividendos, bonificações em dinheiro e ganhos pela valorização do capital aplicado) eram tributados inicialmente à alíquota de 15% pelo imposto de renda. Essa incidência caía para 12%, quando os recursos se encontrassem aplicados por prazo superior de seis a sete anos, para 10%, quando os recursos permanecessem por sete a oito anos

⁹⁶ As sociedades de capital autorizado foram inicialmente regulamentadas pelo Decreto-Lei nº 2.627/40 e tinham como principal característica a possibilidade de realizarem aumentos de capital sem necessidade de autorização da Assembléia de Acionistas, desde que seu montante estivesse dentro dos limites pré-determinados para o capital social quando da constituição da empresa.

e para 8%, no caso do capital originalmente aplicado permanecer por mais de oito anos no país sem qualquer resgate. Adicionalmente, recursos remetidos ao exterior antes do prazo de oito anos e correspondentes a ganhos de capital, bonificações em dinheiro e dividendos recebidos, ficavam sujeitos ao adicional de imposto de renda, com alíquotas de 40 a 60%, sempre que excedessem 12% do montante originalmente investido.

Em conseqüência da elevada tributação, a captação de recursos por essas sociedades ficou bem aquém das possibilidades inicialmente vislumbradas. Estabelecidas após o primeiro choque do petróleo, quando ocorreu a elevação da liquidez internacional em conseqüência do afluxo de recursos para os países produtores daquele insumo e uma crise recessiva na economia mundial, as SICE tiveram um desempenho modesto no período 1975 a 1978, passando a registrar fluxos negativos de recursos a partir de 1978, só logrando captar recursos em escala maior que os desinvestimentos em 1985, após o advento da Nova República.

1.4.5 Comissão de Valores Mobiliários – CVM

O crescimento do mercado de capitais e a sobrecarga de atribuições para o Banco Central, que havia sido designado como agência reguladora pela Lei do Mercado de Capitais (Lei nº 4.728/65), foram razões que levaram à Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

Esse diploma legal criou a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, com objetivos semelhantes à congênere norte-americana, a *SEC – Securities Exchange Commission*. A CVM foi constituída como autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, subordinada às diretrizes do Conselho Monetário Nacional, encarregada da promoção, disciplina e fiscalização do mercado de títulos mobiliários, exceto os de dívida pública.

Ao Banco Central restaram as tarefas de fiscalizar o mercado monetário e cambial, o mercado de títulos da dívida pública e o mercado de títulos emitidos pelas instituições financeiras.

A CVM desde o início atuou no sentido de disciplinar os mercados primário e secundário de títulos privados (ações e debêntures, conversíveis ou não). Passou também a fiscalizar o funcionamento e as relações das companhias de capital aberto com o mercado investidor. O objetivo é oferecer maior transparência em relação aos atos de gestão praticados por essas empresas, de modo a garantir o correto funcionamento dos mercados e suprimir quaisquer formas de informações privilegiadas.

Foi também a CVM que regulamentou o funcionamento dos mercados derivativos, no início dos anos 80. Posteriormente, após a consolidação dos mercados derivativos, coube à CVM, autorizada para tanto pela Lei nº 10.303, de 2001, responsabilizar-se pela supervisão e controle do funcionamento desses mercados.

Com relação às companhias de capital aberto, ficou definido que a CVM seria responsável pelo registro e pelo acompanhamento da gestão dessas empresas. Neste sentido, deveria emitir normas que regulamentassem a natureza e periodicidade das informações prestadas ao mercado, bem como a composição e periodicidade do relatório de administração e demonstrações financeiras. Deveria também estabelecer regras para compra de ações pela própria empresa e manutenção das mesmas em tesouraria; ao mesmo tempo em que definia os padrões contábeis que deveriam ser observados nos relatórios financeiros e de auditores independentes.

Deveriam ser objeto de regulamentação as informações que deveriam ser prestadas por administradores na eventualidade de operações de fusão, cisão ou incorporação envolvendo a companhia. Da mesma forma, deveria haver uma disciplina específica envolvendo a comunicação de fatos relevantes ao mercado, que pudessem ter reflexo nos resultados da empresa.

Uma inovação importante introduzida pela Lei nº 6.385/76 foi o registro de cada emissão de valores, anteriormente à sua realização no mercado de balcão. Contrariamente ao que havia sido estabelecido pela Lei

do Mercado de Capitais (Lei nº 4.728/65), mesmo uma companhia já registrada como empresa de capital aberto estava sujeita a esse procedimento, o que fortaleceu a ação da agência reguladora.

Não se trata de certificar a viabilidade de um dado empreendimento que a empresa deseja realizar com os recursos financeiros que vierem a ser captados através da emissão prevista, mas de garantir aos investidores em potencial que as condições necessárias de *disclosure*⁹⁷ estão presentes.

Foi igualmente atribuído poder à CVM para a imposição de penalidades que variam da inabilitação temporária até a inabilitação permanente de pessoas que tenham praticado atos irregulares na qualidade de gestores ou membros dos Conselhos de Administração e Fiscal das sociedades de capital aberto.

Em relação às empresas propriamente ditas, ficou a CVM investida de poderes para suspender temporariamente ou cancelar o registro como companhia de capital aberto, impedindo-as de captarem recursos junto ao público investidor.

1.4.6 Regulamentação das Sociedades Anônimas

Em seguida ao estabelecimento da nova agência reguladora do mercado de capitais, foi realizada uma grande reformulação na legislação societária do país, com a edição da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Esse dispositivo legal teve como objetivo modernizar as disposições legais vigentes sobre as sociedades anônimas, até então regulamentadas através do Decreto-Lei nº 2.627, datado de 1940.

Como aquele normativo, a Lei nº 6.404/76 também foi resultado de uma iniciativa de governo autoritário, mas a grande diferença entre ambas

⁹⁷ Termo utilizado largamente no mercado para designar a transparência com que as empresas de capital aberto devem pautar seus procedimentos de gestão, de modo a permitir que os potenciais acionistas possam avaliar corretamente o risco a que estão expostos.

reside na forte relação dos dispositivos da nova Lei com a estrutura normativa existente nos Estados Unidos. Ao contrário do Decreto-Lei nº 2.627/40, que tinha uma forte inspiração no modelo europeu, a nova disciplina seguiu o modelo norte-americano, com uma forte ênfase na proteção do direito dos acionistas minoritários.

A Lei discrimina dois tipos de companhias: as abertas e as fechadas. No caso de sociedades anônimas de capital aberto, fica disposto que essas empresas devam ser constituídas por subscrição pública, exigindo-se prévio registro na CVM e a contratação de um banco de investimento ou corretora de valores (ou ainda um *pool*⁹⁸) para realizar a tarefa de assistir a empresa nos procedimentos para lançamento das ações. A instituição financeira contratada deve assessorar a companhia nos registros junto à CVM e bolsa de valores; na elaboração do prospecto da emissão, contendo informações detalhadas sobre a empresa, seu desempenho passado e suas perspectivas; na divulgação da oferta pública de venda e, finalmente, na colocação dos títulos no mercado.

1.4.6.1 Ações

A Lei 6.404/76 mantém as ações preferenciais, que não tem direito a voto e que podem representar até 66% do capital social, ao invés de 50%, como no diploma legal anterior. No caso de não pagamento de dividendos fixos ou mínimos por três anos consecutivos, as ações preferenciais passam a ter direito de voto.

Cabe destacar, no entanto, que os direitos de acionistas minoritários não foram contemplados de forma adequada no dispositivo legal, provavelmente porque o objetivo maior era de atender à preocupação de

⁹⁸ Denomina-se *pool* o conjunto de instituições financeiras que, sob a coordenação de uma dada instituição, fica encarregada do trabalho de vender valores mobiliários no mercado.

acionistas controladores no sentido de não perder o controle de suas empresas originalmente constituídas como companhias fechadas.

As ações podem manter, de acordo com a Lei nº 6.404/76, as três formas previstas pela legislação anterior: nominativas, endossáveis ou ao portador. Ainda de acordo com a Lei, as ações ao portador não têm direito a voto nas assembleias de acionistas das companhias, mas sua emissão foi proibida por legislação posterior⁹⁹.

A novidade introduzida pela Lei é permitir ações escriturais, que são ações cujas cautelas não são emitidas, mas que existem nos registros contábeis das sociedades.

Por outro lado, Lei das Sociedades Anônimas mantém a forma de companhia de capital autorizado, mas a vantagem desse tipo de sociedade, de ser a única a poder adquirir ações de sua própria emissão, é estendida a todas as sociedades anônimas.

Ficou estabelecida permissão para a compra de ações de sua própria emissão por uma dada companhia, desde que o valor dessas ações não supere o saldo existente em lucros ou reservas, exceto a reserva legal. As razões que ampararam a permissão para compra de ações são reembolso, resgate, amortização, aquisição para manter em tesouraria ou cancelamento das ações adquiridas.

No caso das companhias abertas, fica estabelecido que a compra está sujeita à autorização da CVM, com o objetivo de impedir a manipulação do mercado secundário.

⁹⁹ A partir da implantação do Plano Collor, em 1990, foi proibida a emissão de quaisquer títulos ao portador na economia brasileira.

1.4.6.2 Debêntures

Um ponto de grande destaque na legislação societária introduzida pela Lei das Sociedades Anônimas residiu em uma maior liberdade concedida às companhias para a emissão de debêntures. Esses títulos de dívida, introduzidos pela Lei n.º 3.150, de 4 de novembro de 1882, não tinham grande relevância no mercado em virtude das restrições estabelecidas pela legislação anterior¹⁰⁰. A nova Lei considerou importante permitir que as empresas possam ser capazes de atrair recursos no mercado de capitais a custos inferiores àqueles que poderiam provir do mercado financeiro, reduzindo assim seu custo de captação de capital. A Lei estabeleceu quatro espécies de debêntures, no que respeita às garantias oferecidas aos adquirentes desses títulos: debêntures com garantia real¹⁰¹; com garantia flutuante¹⁰²; sem preferência ou quirografária¹⁰³ e subordinada¹⁰⁴.

A Lei igualmente autorizou a emissão de debêntures sem vencimento pré-fixado, denominadas debêntures perpétuas, em que se concede ao debenturista o direito de receber perpetuamente os juros estabelecidos por ocasião da emissão, salvo em casos de não pagamento de juros ou de dissolução da companhia.

Outro aspecto importante na Lei n.º 6.404/76, diz respeito à faculdade concedida às empresas de capital aberto de emitirem títulos de dívida no exterior, com garantia real ou flutuante de bens existentes no país.

Esse mecanismo, posteriormente regulamentado no início dos anos 1990, tem se revelado de grande eficiência para que empresas brasileiras

¹⁰⁰ Decreto-Lei n.º 2.627/40.

¹⁰¹ Títulos que tem sua emissão limitada a 80% das garantias constituídas.

¹⁰² Títulos que tem sua emissão limitada a 70% dos bens do ativo que se encontrem desonerados.

¹⁰³ Caso em que os debenturistas devem concorrer em igualdade de condições com os demais credores.

¹⁰⁴ Situação na qual os debenturistas têm preferência de recebimento apenas em relação aos acionistas.

possam captar recursos a custos mais baixos que os vigentes no mercado brasileiro. Sua utilização, como veremos, tem sido bastante freqüente no caso de companhias atuantes no comércio exterior e no setor financeiro.

1.4.7 Regulamentação das Entidades de Previdência Privada

As entidades de previdência privada foram regulamentadas através da Lei nº 6.435, de 15 de junho de 1977, mais tarde alterada pela Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001. Os objetivos dessa Lei são de permitir a complementação das aposentadorias dos contribuintes da previdência social, ao mesmo tempo em que estimula a formação de poupança interna, elemento essencial para o funcionamento do mercado de capitais. De acordo com a Lei, são criadas duas formas distintas de entidades: as de previdência privada fechada e as de previdência aberta.

As entidades de previdência fechada se destinam a funcionários de uma mesma empresa que, na qualidade de patrocinadora, deve também contribuir para a formação do fundo comum.

Sua regulamentação foi estabelecida pelo Decreto nº 81.240/78, que atribuiu ao Ministério da Previdência e Assistência Social a competência do controle e supervisão, por meio da Secretaria de Previdência Complementar.

O quadro 1.2 mostra a evolução do número de instituições e do patrimônio acumulado ao final de cada exercício, no período compreendido entre a regulamentação das entidades fechadas de previdência privada e 2004.

A partir dos dados pode-se constatar o grande crescimento dessas instituições, tanto em número, como em recursos acumulados ao longo do tempo. Ao final de 2004 existiam em funcionamento 366 fundos de pensão fechados, com um patrimônio conjunto que ascendia a mais de US\$ 105,6 bilhões, o que equivale a 17,5% do produto interno bruto do país.

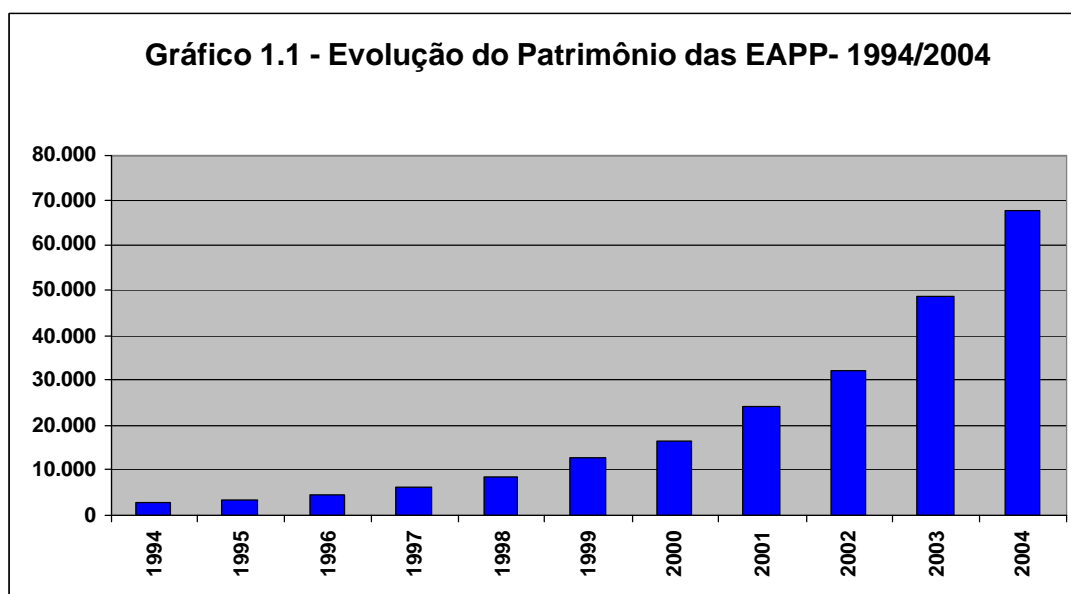
Quadro 1.2		
Evolução das Entidades Fechadas de Previdência Privada		
(US\$ milhões)		
Ano	Instituições em Funcionamento	Patrimônio (final do exercício)
1977	1	1.503,99
1978	6	2.139,23
1979	57	1.948,17
1980	89	2.892,99
1981	102	3.806,15
1982	109	4.983,22
1983	117	4.487,70
1984	125	5.516,65
1985	138	7.698,29
1986	147	10.824,39
1987	162	8.132,21
1988	192	11.122,60
1989	207	19.880,54
1990	221	14.398,42
1991	227	18.405,53
1992	242	23.315,94
1993	275	31.742,98
1994	309	55.616,00
1995	340	60.804,85
1996	354	83.377,29
1997	339	90.531,36
1998	352	83.646,82
1999	360	70.427,61
2000	360	73.670,27
2001	359	73.772,48
2002	361	53.574,73
2003	358	83.121,84
2004	366	105.696,05

Fonte: ABRAPP

Deve-se mencionar que os dados apresentados pela entidade de classe, a ABRAPP, se ressentem do efeito das desvalorizações cambiais de 1999 e de 2002, tendendo a mostrar um recuo no patrimônio líquido das instituições que efetivamente não ocorreu.

Ao lado das entidades de previdência fechada, existem também as entidades abertas de previdência privada, que permitem a livre adesão de pessoas físicas a seus planos de aposentadoria individual programada, sendo supervisionadas pela SUSEP – Superintendência de Seguros Privados do Ministério da Fazenda. O gráfico 1.1 mostra a evolução mais recente do patrimônio das entidades abertas de previdência privada.

Verifica-se que durante o período 1994/2004, os recursos dessas instituições cresceram substancialmente, atingindo o nível de R\$ 67 bilhões no final do período.



Fonte: ANAPP

A grande importância das entidades fechadas e abertas de previdência complementar reside no seu efeito sobre o funcionamento do mercado de capitais, uma vez que suas aplicações, sempre de longo prazo, proporcionam o montante necessário para ampliar o volume de recursos destinados ao mercado primário de ações e debêntures.

1.4.8 Mercados Futuros e de Opções de Ações

As operações de mercados futuros e de opções de ações se iniciaram no final da década de 1970. Inicialmente, em fevereiro de 1979 foram instituídas as operações de futuros de ações, na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, enquanto que a BOVESPA – Bolsa de Valores de S. Paulo iniciou as operações de opções sobre ações em agosto do mesmo ano.

A matéria foi regulamentada pelas Instruções 14, de 17 de outubro de 1980, e 19, de 11 de dezembro de 1981, ambas da CVM, que posteriormente foram revogadas pela Instrução 283/98, da CVM.

As operações com futuros de ações na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro superaram inicialmente os volumes de negociação exibidos pela BOVESPA no mercado de opções durante a primeira metade dos anos 1980, sendo que a expansão desse mercado foi feita de maneira progressiva. Inicialmente as operações de opções se achavam restritas a opções de venda, devidamente cobertas¹⁰⁵. As opções de venda descobertas passaram a ser negociadas em 1980, enquanto que apenas em 1984 começaram as operações de opções de vendas de ações.

Também é importante destacar que as operações de futuros baseadas em commodities, que haviam sido iniciadas em 1917, com o estabelecimento da Bolsa de Mercadorias de S. Paulo, cujas operações se concentravam em contratos futuros de algodão, tiveram crescimento no período anterior a 1984, com a criação, no Rio de Janeiro, da BBF – Bolsa Brasileira de Futuros. Ambas as instituições, como exposto no capítulo 2º, foram posteriormente absorvidas pela BM&F.

¹⁰⁵ Denomina-se opção coberta àquela situação em que o vendedor da opção dispõe de lastro representado pelo título do qual está sendo oferecida a opção, de modo que, no final do contrato – se houver interesse do contratante, a liquidação ocorrerá de forma física, com a entrega dos títulos oferecidos.

CAPÍTULO II
A CONSOLIDAÇÃO DOS MERCADOS SOB
O REGIME DEMOCRÁTICO

O período compreendido entre 1985 e 2004 marca a consolidação do mercado financeiro e do mercado de capitais no Brasil, como instrumentos modernos de apoio ao funcionamento da economia do país. Essa consolidação se operou em meio a uma nova conformação política, derivada da implantação da Nova República em 1985, que marcou o encerramento do regime autoritário e o início da restauração da democracia no país.

Do ponto de vista da evolução econômica, o período pode ser subdividido em três etapas distintas. O primeiro, de volta ao regime democrático, estendeu-se de março de 1985 a março de 1990, com desempenho econômico sofrível. O país, que vinha, desde 1982, enfrentando uma situação de moratória branca, entrou, a partir de fevereiro de 1987, em moratória declarada. Com isso os fluxos de recursos foram interrompidos e o Brasil converteu-se em um exportador líquido de capitais.

A elevação da inflação após as tentativas mal sucedidas de estabilização, com a edição sucessiva de três programas para esse fim, o agravamento da situação fiscal do Estado e a elevação da dívida pública interna foram os principais pontos no desempenho econômico do período. Os três programas de estabilização, todos eles mal sucedidos, foram respectivamente o Plano Cruzado, entre fevereiro e novembro de 1986, o Plano Bresser, entre maio e dezembro de 1987, e o Plano Verão, no primeiro semestre de 1989.

Esses planos macroeconômicos mostravam uma característica comum: a tentativa de promover a estabilização econômica através do congelamento de preços, naquilo que se convencionou denominar de “visão heterodoxa”¹⁰⁶. Nos três casos ocorreu inicialmente uma redução do ritmo de crescimento de preços, mas essa redução não se sustentou na medida

¹⁰⁶ A denominação deriva da obra de Francisco Lopes, *O Choque Heterodoxo*, publicada em 1986, em que o autor preconizava o controle da inflação através do congelamento de preços de produtos e serviços por um período prolongado, com política monetária e política fiscal passivas, como meio de exterminar a inflação inercial que caracterizava a economia brasileira àquela época.

em que os meses se sucediam, em virtude dos planos não contemplarem qualquer reforma estrutural mais acentuada, que removesse as causas preliminares para a ocorrência da inflação.

Assim, na medida em que o governo não mantinha um controle mais efetivo sobre a expansão dos meios de pagamento, mantendo um elevado nível de liquidez na economia, ao mesmo tempo em que não promovia uma reforma de gestão, que reduzisse o déficit potencial das contas públicas, ocorreu uma expansão acentuada do consumo agregado, que re-introduziu a inflação no sistema econômico.

O segundo período, iniciado com a posse do primeiro presidente eleito diretamente desde 1960, que envolveu um processo de *impeachment* e a posse do vice-presidente eleito em 1990, foi concluído em junho de 1994. O período teve mais uma tentativa de estabilização econômica quando o Presidente Fernando Collor de Mello editou o chamado Plano Collor. Esse programa de estabilização lançava mão de uma ferramenta radical: o congelamento geral dos ativos financeiros, com o que se reduzia toda a liquidez da economia por um período de 18 meses a partir de março de 1990.

Essa medida provocou, num primeiro momento, um arrefecimento do processo inflacionário, que no entanto pouco durou. No início do segundo semestre de 1990, com o advento da Guerra do Golfo e substancial elevação dos preços do petróleo, a inflação voltou a crescer e manteve-se elevada até julho de 1994. Trata-se de um período caracterizado por crescimento econômico muito modesto e recrudescimento da inflação, e que culminou, ao final de 1992, com a renúncia do Presidente Collor e seu posterior *impeachment*¹⁰⁷. A partir do final do segundo semestre de 1993 e durante o primeiro semestre de 1994 foram lançadas as bases de um novo programa de estabilização econômica, que entrou em vigor em julho de 1994.

¹⁰⁷ Designação do processo político mediante o qual o Congresso Nacional afasta o Presidente da República da chefia do poder executivo.

O terceiro período se iniciou com a entrada em vigor do Plano Real que, ao contrário das tentativas anteriormente realizadas em 1986 (Plano Cruzado), 1987 (Plano Bresser), 1989 (Plano Verão) e 1990 (Plano Collor), tornou possível uma redução substantiva da inflação, ao mesmo tempo em que implementou medidas para modificar a estrutura econômica do país. Durante esse período, a despeito de uma redução substancial no nível da inflação, a economia brasileira não logrou retomar seu ritmo de crescimento de períodos anteriores, ao mesmo tempo em que a globalização econômica e a interligação dos mercados financeiros provocaram crises internacionais de liquidez que afetaram fortemente os mercados de países emergentes.

A crise asiática de 1997¹⁰⁸ e a russa de 1998¹⁰⁹ provocaram severa instabilidade na posição de reservas internacionais do Brasil, que foi obrigado a recorrer seguidamente ao socorro financeiro do FMI e instituições financeiras internacionais.

No início de 1999, nova crise cambial afetou diretamente a economia brasileira. Em conseqüência, o Banco Central promoveu uma mudança no regime de administração da política monetária, adotando o chamado “sistema de metas de inflação”¹¹⁰.

As turbulências provocadas pela crise de energia elétrica em 2001 e pela eleição presidencial de 2002 prolongaram a situação de instabilidade econômica e o período subsequente foi, igualmente, de reduzido crescimento econômico.

¹⁰⁸ A chamada crise asiática iniciou-se em junho de 1997 na Indonésia e alastrou-se pelos países emergentes da Ásia, envolvendo, sucessivamente, Taiwan, Cingapura, Malásia, Filipinas e Coréia do Sul. Caracterizou-se pela repetição dos fenômenos anteriormente ocorridos no México, em 1994/95. Ocorreu acentuada desvalorização cambial, seguida de queda abrupta das cotações dos diferentes ativos nas bolsas de valores e subsequente fuga de capitais desses países. Em todos eles verificou-se uma recessão acentuada, com elevação no nível de desemprego e aumento na inflação.

¹⁰⁹ A crise russa de 1998 foi, em parte, o prosseguimento da crise que havia afetado os países asiáticos no ano anterior. Após uma grande entrada de capitais estrangeiros no primeiro semestre de 1998, sobrevieram dificuldades e o governo russo decretou, em agosto de 1998, a moratória unilateral da dívida interna. Como conseqüência dessa medida ocorreu uma nova crise especulativa, com a fuga de capitais e os mesmos problemas que tinham surgido nos países do leste e sudeste da Ásia.

¹¹⁰ Vide análise pormenorizada sobre a crise cambial de 1999 e o sistema de metas de inflação no capítulo 3º. desta tese.

No plano da política fiscal, mas com grande influência na política monetária, devemos destacar a edição da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101, de 4/05/2000), que provocou uma grande alteração na administração pública. De acordo com esse diploma legal, ficou estabelecida a obrigatoriedade de se vincular a realização de obras e serviços à reserva de recursos no orçamento público, seja no nível municipal, seja no âmbito estadual ou ainda na administração federal. A Lei também inovou, ao estabelecer que nenhuma obra ou serviço em andamento poderia ter sua continuidade comprometida em razão de mudanças na administração pública.

Com relação ao crescimento e modernização dos mercados financeiros e de capitais, podemos afirmar que a partir do início dos anos 1990, particularmente após o início do Plano Real, esses mercados tiveram um grande crescimento, caracterizado por sua internacionalização, adoção de instrumentos financeiros mais sofisticados, uso intensivo de tecnologia de informação nos processos administrativos e redução dos riscos envolvidos. O processo de consolidação desses mercados ainda dependerá de medidas que venham a ser adotadas no futuro, mas é inegável que já ocorreu uma diversificação de operações, redução dos riscos envolvidos e que ambos os mercados se encontravam, ao final de 2004, em uma situação bastante mais favorável em termos de poderem contribuir para o crescimento da economia do país.

2.1 MERCADO FINANCEIRO

No mercado financeiro, as questões mais importantes em termos de modificações de política governamental podem ser resumidas nos seguintes aspectos:

- a) mudanças na estrutura do Sistema Financeiro Nacional;
- b) regulamentação de crimes contra o Sistema Financeiro Nacional;
- c) questões ligadas a risco sistêmico: adoção dos Acordos Internacionais de Limitação de Risco¹¹¹, criação da CETIP – Central de Custódia e Liquidação de Títulos, definição de meios para o fortalecimento do sistema bancário e mudança do Sistema de Pagamentos Brasileiro
- d) questões ligadas a risco de crédito: estabelecimento de uma Central de Riscos e introdução da nova Lei de Falências (Lei Complementar nº 118/05);
- e) combate à lavagem de dinheiro;
- f) privatização dos bancos estaduais;
- g) crescimento da atuação dos bancos estrangeiros; e,
- h) a discussão sobre a autonomia do Banco Central.

2.1.1 Mudanças na Estrutura do Sistema Financeiro Nacional

A estrutura do Sistema Financeiro Nacional sofreu uma grande alteração, na segunda metade dos anos 1980. Como mencionado no capítulo anterior, o sistema vinha, desde o início da década de 1970, contando com bancos universais “de fato”, a despeito da estrutura estabelecida em seqüência à lei bancária estar baseada na segmentação de atuação das diferentes instituições.

No período compreendido entre a década de 1970 e a maior parte dos anos 1980, predominaram os conglomerados bancários, em que o banco

¹¹¹ Acordos da Basiléia, promovidos pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basiléia (*Basel Committee on Banking Supervision*), criado em 1974 para ampliar a cooperação internacional quanto à supervisão e controle bancários. O Comitê funciona na sede do BIS – Banco de Compensações Internacionais (*Bank for International Settlements*), que se localiza nessa cidade e funciona como um “banco central” dos bancos centrais.

comercial agia como instituição múltipla, com produtos e serviços financeiros de todas as instituições vinculadas.

Com a Resolução 1.524, de 21 de setembro de 1988, o Conselho Monetário Nacional facultou aos bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito imobiliário e sociedades de crédito, financiamento e investimentos, a fusão de todas as funções em uma única instituição financeira, o banco múltiplo. A referida resolução permitiu também que as corretoras de câmbio e títulos, bem como as distribuidoras de títulos e valores mobiliários, fossem incluídas nos bancos múltiplos.

As instituições múltiplas tiveram sua regulamentação alterada pela Resolução 2.099 do Conselho Monetário Nacional, de 17 de agosto de 1994. Segundo esta resolução, o banco múltiplo passou a ter pelo menos duas das seguintes carteiras¹¹²: comercial; de investimento; de desenvolvimento; de crédito; financiamento e investimento; de crédito imobiliário ou de arrendamento mercantil. A Resolução 2.099/94 estabeleceu também que os bancos múltiplos devem ter, obrigatoriamente, uma carteira comercial ou de investimento.

A principal alteração no espírito da Lei nº 4.595/64 decorreu do estabelecido pela Resolução 2.099/94, de que não há vinculação entre as fontes de captação de recursos e as aplicações dos bancos múltiplos, com exceção dos casos previstos em legislação ou em regulamentação específicas. Essa disposição foi o grande fator de modificação na gestão de instituições financeiras durante os anos 1990, uma vez que permitiu que os recursos captados pelas instituições pudessem ser alocados de acordo com a estratégia de tesouraria que estivesse sendo utilizada.

Ao longo da segunda metade dos anos 1990 verificou-se uma forte concentração na aplicação de títulos governamentais, coincidindo com a expansão da dívida pública no país, enquanto que os volumes de recursos aplicados em crédito perderam, ainda mais, sua significação.

¹¹² Recebe a denominação de "carteira" o departamento de crédito especializado de um dado banco múltiplo que deve, obrigatoriamente, contar com um diretor responsável por suas operações.

2.1.2 Regulamentação de Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional

A regulamentação de crimes contra o sistema financeiro nacional se deu em dois momentos sucessivos, com a edição do Decreto nº 91.152, de 15 de março de 1985 e com a Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986.

O primeiro criou, no Ministério da Fazenda, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, com a função de julgar – em segunda instância – os recursos administrativos interpostos contra penalidades aplicadas, pelo Banco Central ou pela Comissão de Valores Mobiliários, em razão da inobservância de dispositivos previstos nas Leis nºs 4131/62, 4380/64, 4595/64 e 6.385/76. Essa medida deu maior agilidade ao julgamento dos recursos, que até então era realizado pelo Conselho Monetário Nacional, em procedimento que fugia ao escopo que havia presidido sua criação e que colidia com a composição daquele órgão colegiado. Como havia um grande número de matérias que eram excessivamente técnicas e muitas vezes bastante intrincada, essas decisões se arrastavam e não havia a necessária velocidade que deve caracterizar os julgamentos de processos administrativos.

A segunda iniciativa do governo em relação ao assunto ocorreu com a edição da Lei nº 7.492/86. Esse diploma legal visa coibir as fraudes praticadas no Sistema Financeiro Nacional, com ênfase no que vinha ocorrendo de maneira continuada no mercado de títulos e valores mobiliários. O crescente número de operações e sua complexidade contribuíam para dificultar a tipificação dos crimes representados pela gestão temerária ou fraudulenta dos recursos captados junto ao público. De acordo com essa Lei, a CVM e o Banco Central ficam autorizados a participar de maneira mais próxima na apuração dos crimes, ao mesmo tempo em que são suspensas as possibilidades de fiança e de apelação em liberdade para réus que tenham recebido pena de prisão, ainda que primários. Depois de enumerar todos os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional, a Lei prevê penas de um a doze anos de reclusão ou detenção e multa para aqueles que estejam enquadrados em seus dispositivos.

O esforço no sentido de reprimir a gestão fraudulenta ou temerária de instituições financeiras foi completado, posteriormente, com a edição da Lei nº 9.080/95, que estabelece redução nas penas para todos aqueles que, na qualidade de co-autores ou participantes do processo considerado inadequado, venham a colaborar com as autoridades no sentido de esclarecer a situação. A Lei considera como passíveis de ação penal todos os controladores e administradores (diretores, gerentes, interventores, liquidantes e síndicos) de instituições, desde que tenham praticado atos definidos como criminosos.

Infelizmente, o esforço no sentido de coibir atos de gestão inadequada com recursos captados junto ao público não prosperou, tendo sido diminuto o número de processos em que se chegou a condenar controladores ou administradores.

2.1.3 A Questão do Risco Sistêmico

A possibilidade de ocorrência de grande volatilidade no sistema econômico de um dado país em consequência do processo de interligação dos mercados financeiros, que caracterizou o desenvolvimento da economia mundial a partir do final dos anos 1980 foi um assunto que trouxe grande preocupação a todos quantos se encontram envolvidos com a gestão financeira de recursos do público.

O fenômeno da volatilidade elevada normalmente produz o que se denomina de risco sistêmico, situação em que dificuldades de liquidez por parte de uma ou mais instituições financeiras acabam se alastrando para muitas outras, em consequência da interligação que existe no mercado interbancário. Durante o período estudado ocorreu um continuado esforço por parte do Banco Central no sentido de neutralizar, ou pelo menos atenuar, o risco sistêmico na economia brasileira.

Cronologicamente, o primeiro passo nessa direção durante o período, foi a criação da CETIP – Central de Custódia e Liquidação Financeira de

Títulos, em março de 1986. Tratava-se de aplicar, para os títulos privados, mecanismos semelhantes de custódia e de liquidação que já haviam sido implantados para os títulos da dívida pública quando do estabelecimento do SELIC. Novamente a iniciativa coube à ANDIMA e a um conjunto de instituições financeiras privadas, devendo-se destacar que todos os títulos privados foram alcançados neste processo. Em consequência, também para esse segmento do mercado passou a vigorar a sistemática de títulos escriturais, de custódia centralizada e de liquidação regulamentada. Na CETIP, as operações têm liquidação financeira automática, sendo que o prazo para tanto, ao contrário do SELIC, é de um dia após a transação (D+1).

Na etapa seguinte foi estabelecido o RAET – Regime Especial de Administração Temporária, por meio do Decreto-Lei nº 2.321, de 25 de fevereiro de 1987. O RAET foi criado tendo em vista complementar as ações que vinham sendo desenvolvidas pelo Banco Central no sentido de realizar o saneamento financeiro de bancos comerciais estaduais. Essas instituições, cujas dificuldades de solvência e liquidez se acham descritas de forma pormenorizada mais adiante, passam a poder sofrer um novo tipo de intervenção por parte do Banco Central.

O regime instituído pelo RAET é essencialmente diferente das condições criadas pela Lei nº 6.024/74, já abordadas neste estudo, em razão de permitir, à instituição reguladora, a preservação do interesse social de funcionamento da instituição sob intervenção, sem prejuízo da regularização da situação anormal enfrentada. Em outras palavras, trata-se de manter a instituição financeira em funcionamento, corrigindo suas anomalias e optando por uma das seguintes alternativas, após o encerramento do período de intervenção: normalização da situação financeira da instituição, transferência de ativos e passivos para outra ou outras sociedades, transferência do controle acionário, desapropriação das ações em favor da União, transformação, incorporação ou cisão e, finalmente, liquidação extrajudicial.

A fase subsequente desse processo de facilitar as transações no mercado financeiro e de reduzir o risco sistêmico envolvido, compreende a adesão do Brasil ao Acordo da Basiléia I. O referido acordo, produzido sob a inspiração das instituições financeiras internacionais¹¹³, define limites para a captação de recursos de terceiros pelas instituições financeiras, bem como para a realização de operações de aplicação por conta dessas mesmas instituições.

O limite de captação de recursos definido até então, equivalente a quinze vezes o patrimônio líquido da instituição financeira, foi reduzido para oito vezes esse mesmo montante. Trata-se de reduzir o nível de alavancagem financeira¹¹⁴, ao mesmo tempo em que – pela primeira vez – foi considerada a natureza diversa das aplicações que podem ser realizadas pelos diversos componentes do mercado. Cada tipo de aplicação tem condições de risco e de liquidez diferentes e não faz sentido considerar todas as aplicações com o mesmo grau de risco, como se fazia anteriormente. De fato, uma instituição que aplica integralmente seus recursos captados junto ao público em papéis da dívida pública certamente está muito menos exposta ao risco que uma outra, que esteja concedendo crédito comercial ou crédito ao consumidor para um dado número de clientes. A sistemática introduzida pelo Acordo da Basiléia I faz essa distinção, atribuindo pesos distintos às diferentes aplicações.

Apesar de introduzidas em diversos países a partir de 1988, apenas em 1994 as disposições do Acordo da Basiléia I foram adaptadas ao mercado brasileiro. Através da Resolução 2.099/94 o Banco Central promoveu não apenas a adequação do sistema a essas normas, como também definiu novas regras para a autorização de funcionamento de instituições, transferência de controle e reorganização, instalação e funcionamento de dependências no país e, por fim, estabeleceu limites mínimos de patrimônio líquido e de capital realizado.

¹¹³ BIS (Banco de Compensações Internacionais), Banco Mundial e FMI.

¹¹⁴ Termo financeiro utilizado para significar a possibilidade que uma dada empresa, financeira ou não, tem de captar recursos de terceiros a partir de um determinado montante de capital próprio.

No caso de instituições financeiras que não se enquadravam nos limites mínimos de capital realizado e de patrimônio líquido, ficou estabelecido que teriam de apresentar um plano de regularização de situação em prazo máximo de sessenta dias a partir da divulgação da resolução. Esse plano de elevação do capital subscrito devia ser efetivado em prazo máximo de seis meses, admitidas duas prorrogações de prazo por idêntico período. Findo esse período, a instituição que não tivesse se adaptado à nova regulamentação estava sujeita à liquidação extrajudicial.

A continuada preocupação das autoridades monetárias com a questão da proteção dos recursos do público captados pelos bancos e a eclosão, em 1995, da crise de liquidez internacional que vitimou o sistema financeiro mexicano e que se propagou para outros países latino-americanos, levou à criação, por meio da Resolução 2.197/95, de um fundo privado destinado a administrar os recursos necessários à proteção de créditos de terceiros junto a instituições financeiras. Essa medida tinha por objetivo encontrar uma solução provisória para o problema, enquanto não se regulamentava o artigo 192 da Constituição Federal de 1988.

Assim, por meio da Resolução 2.211/95, o Conselho Monetário Nacional aprovou o regulamento do FGC – Fundo Garantidor de Créditos que viria, posteriormente, a integrar o PROER – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional. Esse fundo garante créditos do público contra instituições financeiras que venham a sofrer dificuldades de liquidez até o montante de R\$ 20 mil, desde que esses créditos decorram de depósitos à vista ou sacáveis mediante aviso, cadernetas de poupança, depósitos a prazo, letras de câmbio, letras imobiliárias e letras hipotecárias.

O fortalecimento das bases do sistema bancário brasileiro continuou ainda em 1995, com a edição da Medida Provisória nº 1.179, de 3 de novembro de 1995, pela Resolução 2.208/95 e pela Circular 2.633/95. Na seqüência, em 17 de novembro de 1995 foram editadas a Medida Provisória nº 1.182 e a Circular 2.636/95. Esses atos criaram o PROER – Programa

de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional, integrando nesse programa o FGC – Fundo Garantidor de Créditos, criado anteriormente.

O PROER concedeu benefícios fiscais e criou uma linha de crédito especial junto ao Banco Central destinada à reorganização administrativa, operacional e societária dos bancos. Esses incentivos se achavam vinculados a duas alternativas: transferência do controle acionário das instituições ou modificação de objeto social para atividades não financeiras. Tratava-se de reforçar o sistema financeiro, com o objetivo de assegurar suas condições de liquidez e de solvência.

A transferência de controle acionário das instituições devia ser feita com a assunção dos passivos e ativos da instituição financeira em questão. Além de contemplar recursos para a reestruturação e modernização administrativa, o Banco Central também amparava financeiramente perdas decorrentes do processo de saneamento financeiro, bem como a desmobilização de ativos das instituições que tivessem seu controle transferido. A parte saudável das instituições financeiras com dificuldades de liquidez ou solvência poderia ser transferida para outro grupo econômico, sendo mantida em separado a parcela de ativos e passivos que se revelasse com liquidez problemática.

O PROER prevê ainda a responsabilidade solidária de controladores de instituições submetidas a regimes de intervenção, administração temporária e liquidação extrajudicial; a indisponibilidade dos bens aplicável a acionistas controladores dessas instituições e a inclusão dos auditores externos independentes no inquérito que se venha a abrir para inquirir as causas do desequilíbrio da instituição. Também foram criados dispositivos no sentido de garantir maior agilidade para que a União pudesse eventualmente desapropriar ações de bancos em dificuldade para, posteriormente, vender essas ações a outro grupo controlador.

Desde o início do Plano Real até o final da década de 1990, o PROER e os mecanismos adicionais utilizados pelo Banco Central levaram à

redução do número de instituições financeiras operando no país. De um total de 271 bancos múltiplos, comerciais, de investimento e de desenvolvimento existentes em 1994, 50 passaram pelo processo de saneamento financeiro e transferência do controle acionário, sendo que 43 foram submetidos a algum tipo de atuação do Banco Central (intervenção, RAET ou liquidação extrajudicial).

Outro aspecto importante no tocante aos riscos de mercado foi objeto de regulamentação através das Resoluções 2.554/98 e 2.804/00, do Conselho Monetário Nacional. A Resolução 2.554 adotou práticas de gestão em consonância com as recomendações do Comitê da Basileia, estabelecendo controles internos no sentido de segregar atividades desenvolvidas nas instituições financeiras, de modo a evitar situações de conflitos de interesses, ao mesmo tempo em que estabelecia condições para a contínua avaliação dos riscos envolvidos e realização de testes quanto à confiabilidade dos sistemas de controle adotados.

A Resolução 2.554 definia também as responsabilidades dos diferentes níveis de gestão das instituições financeiras e das auditorias, interna e externa, quanto à manutenção de uma adequada estrutura de controles internos.

No caso da Resolução 2.804/00, seu escopo reside na questão do enfrentamento dos riscos de liquidez¹¹⁵ que podem envolver uma dada instituição ou conglomerado financeiro. O normativo do Conselho Monetário Nacional estabelece uma série de requisitos que devem ser atendidos pelos controles internos das instituições financeiras, com a finalidade de refletir adequadamente essas situações, bem como define a necessidade de existência de planos de contingência de forma a permitir o enfrentamento de uma eventual crise cambial. Verifica-se que essa orientação é perfeitamente

¹¹⁵ Define-se como *risco de liquidez* a ocorrência de descasamentos entre ativos negociáveis e passivos exigíveis de uma dada instituição financeira que possam vir a afetar sua capacidade de solver adequadamente seus compromissos. Os descasamentos podem decorrer de prazos distintos de liquidação de operações ativas e passivas, ou da existência de situações em que ativos e passivos se acham expressos em moedas distintas, o que poderia resultar em dificuldades para a instituição no caso de uma súbita desvalorização cambial.

consistente com o período de tempo em que foi estabelecida, uma vez que entre 1997 e 2000 ocorreram seguidamente situações internacionais de crise cambial, em que os riscos de liquidez foram muito freqüentes.

A atuação da autoridade monetária no sentido de controlar e de reduzir o risco sistêmico ao mínimo se completou com o estabelecimento, em 2002, do Sistema de Pagamentos Brasileiro. Sua criação data de junho de 1999, mas sua implantação teve de ser adiada até 2002, à espera das providências operacionais por parte das instituições financeiras. O SPB estabelece que as transferências de quantias superiores a R\$ 5.000,00 sejam feitas em tempo real, operação por operação. A grande modificação introduzida pelo novo sistema de pagamentos, além de sua agilidade e transparência, é a transferência da responsabilidade e do controle dos pagamentos para as instituições públicas e privadas integrantes do sistema financeiro nacional. Em conseqüência, ficou o Banco Central desobrigado de financiar saldos eventualmente negativos que venham a ocorrer nas contas de reserva bancária.

Durante o período anterior ao estabelecimento do Sistema de Pagamentos Brasileiro era comum se verificar a atuação do Banco Central no sentido de financiar saldos negativos evidenciados por instituições financeiras nessas suas contas de reserva. Esses financiamentos, que muitas vezes comprometiam as metas de execução da política monetária, eram considerados como a única forma de evitar a ocorrência de risco sistêmico.

Segundo Luiz Fernando Figueiredo, diretor de política monetária do Banco Central à época da criação do sistema,

“O sistema anterior era muito arcaico, refletia uma realidade econômica que já não existia mais. Tornava o sistema financeiro muito exposto, e, na eventualidade de uma quebra de alguma instituição, quem honrava seus compromissos era o erário, trazendo severos prejuízos à sociedade brasileira.”¹¹⁶

¹¹⁶ Entrevista ao autor, em novembro de 2005, no anexo 6.

2.1.4 Os Riscos de Crédito

Outro problema que concentrou as atenções dos estudiosos do mercado financeiro é o das garantias oferecidas em troca dos créditos concedidos pelas instituições financeiras. A concessão de crédito acha-se estreitamente vinculada ao conceito de risco de crédito, que nada mais é do que a probabilidade do não recebimento, pelo credor, do montante de recursos colocado à disposição do tomador. Os riscos de crédito de uma instituição financeira podem ser classificados em quatro grandes grupos: a) riscos do cliente ou risco intrínseco; b) risco da operação ou transação; c) risco de concentração; e, d) risco de administração de crédito.

O risco intrínseco considera a situação econômico-financeira do cliente, o padrão e qualidade da administração e do controle exercidos, a pontualidade e atrasos de pagamento verificados no passado, as contingências a que a empresa tomadora de crédito se acha exposta e o setor de atividade econômica a que se acha ligada.

Os riscos da transação envolvem os aspectos ligados ao produto de crédito que se acha em contratação, o montante da operação, o prazo concedido, a forma de pagamento, as garantias oferecidas pelo tomador de recursos e, finalmente, o preço ou custo financeiro da operação.

O risco de concentração diz respeito à concentração das operações de crédito em um dado setor de atividade ou em uma dada região. A instituição de crédito deve sempre cuidar para que sua carteira de recebíveis¹¹⁷ esteja diversificada.

O risco de administração de crédito diz respeito à forma pela qual uma determinada instituição financeira mantém registros e informações sobre todos os aspectos ligados aos créditos que tiver eventualmente deferido. Este é um aspecto crucial, porque uma adequada gestão de crédito pressupõe um conjunto de informações relevantes, que deve estar disponível para os administradores, permitindo o acompanhamento de todas as operações em andamento.

¹¹⁷ Termo técnico usado para designar os títulos representativos de direitos de crédito.

A partir do exposto, verifica-se que um dos aspectos cruciais, seja sob o ponto de vista de avaliação dos riscos de transação, seja sob o ângulo dos riscos de administração de crédito, diz respeito ao colateral da operação.

O colateral de uma operação de crédito é a capacidade do cliente oferecer garantias complementares para a instituição financeira. Um ponto fundamental é que a garantia se converta em um fator de segurança adicional, o que é muito importante para superar fraquezas decorrentes dos outros fatores de risco inerentes a uma dada operação.

No caso brasileiro, a Constituição Federal de 1988 introduziu um novo problema no sentido de agravar a possibilidade do sistema financeiro contar com colaterais adequados às operações, ao impedir a hipoteca de imóveis que se constituam em residência do contratante de crédito. A proibição da execução judicial de hipotecas, neste caso, tornou mais complicada e frágil a concessão de crédito por parte do sistema financeiro nacional. Essa dificuldade é particularmente importante no caso de operações de financiamento imobiliário, em que a garantia usualmente era constituída pelo imóvel objeto do financiamento.

A alternativa reside na constituição de garantias sob a forma de alienação fiduciária e a definição de um mecanismo expedito para a execução judicial dessas garantias. Esta foi a opção adotada quando do estabelecimento do Sistema Financeiro Imobiliário – SFI, que pretende ocupar a posição do antigo Sistema Financeiro da Habitação – SFH, como provedor de recursos para a construção civil destinada às classes média e alta.

Outro ponto que tem se revelado como entrave à expansão das atividades de crédito em geral, diz respeito ao arcabouço jurídico existente no Brasil. A morosidade que caracteriza os processos de execução de dívidas não honradas pelos mutuários constitui um fator de desestímulo à concessão de créditos por parte do sistema financeiro.

O processo de redução dos riscos de crédito a que está sujeito o sistema financeiro nacional foi continuado em 1997, através da edição da

Resolução 2.390 do Conselho Monetário Nacional. Essa norma instituiu a Central de Risco de Crédito, cuja função é consolidar mensalmente informações sobre as operações celebradas por todos os tipos de instituições vinculadas ao sistema financeiro.

Todas as operações que venham a ser celebradas com clientes em valor superior a R\$ 5.000,00, devem ser informadas de forma individualizada pelas instituições financeiras ao Banco Central. Para cada operação a instituição financeira deve identificar o cliente, o montante das dívidas a vencer, vencidas e baixadas como prejuízo correspondente a cada cliente, o valor de co-obrigações e de garantias prestadas, bem como o nível de risco das operações do cliente segundo um critério de avaliação estabelecido pela instituição.

No caso das operações que tenham valor inferior a R\$ 5.000,00, a instituição financeira deve informar o valor consolidado das operações de crédito celebradas, separando as responsabilidades de pessoas físicas e de pessoas jurídicas, sem necessidade de identificação individual dos tomadores de crédito.

De posse dessas informações, cabe ao Banco Central realizar um processo de consolidação dos dados, de maneira a poder disponibilizar aos integrantes do sistema financeiro a consulta a esse cadastro, desde que autorizada pelo cliente. Como sub-produto desse trabalho, a autoridade monetária tem anunciado em ocasiões diferentes a constituição de um “cadastro positivo”, em que figurem os tomadores de crédito cujo comportamento é adequado, como meio de proporcionar-lhes o acesso ao crédito a custos inferiores aos praticados com os demais clientes.

2.1.5 Combate à Lavagem de Dinheiro

A expansão, em escala global, das atividades ilícitas como o narcotráfico, a sonegação fiscal, a corrupção praticada nas administrações pública e privada e mesmo o terrorismo, levou ao estabelecimento da Convenção de Viena em 1988. Por meio desse acordo internacional, diversos países estabeleceram normas para o combate à “lavagem de dinheiro”, conceituada como processo mediante o qual o crime organizado processa recursos advindos de atividades escusas, gerando condições para o trânsito internacional desses capitais como se fossem provenientes de atividades comerciais e financeiras usuais.

No caso brasileiro, o Decreto nº 154/90, ratificou a assinatura da Convenção de Viena e dispôs sobre meios para combater esse tipo de atividade. Posteriormente, em 1998, a Lei nº 9.613 criou o COAF – Conselho de Controle de Atividades Financeiras, com a finalidade de impedir a utilização das instituições integrantes do sistema financeiro para a lavagem de dinheiro. Em consequência do disposto na Lei nº 9.613/98, ficaram estabelecidas novas obrigações para as empresas que mantenham atividades de:

- a) captar, intermediar e aplicar recursos do público, em moeda nacional ou estrangeira,
- b) operar nos mercados de câmbio ou de ouro, ou,
- c) encarregar-se da custódia, emissão, distribuição, liquidação, negociação, intermediação ou administração de recursos de terceiros que se acham aplicados em títulos ou valores mobiliários.

Também foram adotadas medidas pelo Banco Central, pela CVM e pela SUSEP, no sentido de, nos seus âmbitos de atuação, disciplinarem o combate à atividade de lavagem de dinheiro, colhendo as informações necessárias para caracterizar o emprego inadequado de recursos nos mercados financeiros, de capitais ou segurador. No caso do Banco Central, a Circular nº 2.852/98 e a Carta-Circular nº 2.826/98 estabelecem que as instituições financeiras deverão manter os cadastros de seus clientes de

forma permanentemente atualizada, de maneira a garantir que se possa avaliar a qualquer momento se a movimentação de recursos exibida por uma dada pessoa física ou jurídica é condizente com as informações que se dispõe.

Ficou definido que quaisquer clientes que sejam responsáveis por movimentações mensais superiores ao valor de R\$ 10.000,00 devem ter um registro especial por parte das instituições. Da mesma forma, quaisquer operações cuja finalidade seja burlar os mecanismos de identificação, devem ser comunicadas à autoridade monetária. O mesmo tipo de orientação se acha consagrado na Instrução nº 301 da CVM, com relação às operações realizadas no mercado de capitais.

2.1.6 Privatização dos Bancos Estaduais

Os bancos comerciais estaduais foram fundados, em sua maioria, nas décadas de 1920 e 1930. Anteriormente a esse período, apenas Minas Gerais havia criado seu Banco de Crédito Real de Minas Gerais (1889) e a Paraíba havia fundado seu banco estadual em 1912.

Durante a década de 1920 surgiram os bancos do Piauí (1926), São Paulo (1927), Paraná e Rio Grande do Sul (1928). Os bancos comerciais estaduais continuaram sendo instituídos nas décadas subseqüentes e, ao final dos anos 1970, o país contava com 24 bancos estaduais.

Em sua maioria, os bancos comerciais estaduais foram criados como forma de atender à demanda por crédito rural, considerando a aparente deficiência que o Banco do Brasil apresentava neste particular, até o estabelecimento da CREAL – Carteira de Crédito Rural e Industrial, em 1938.

Após esse momento, a justificativa utilizada para o estabelecimento dessas instituições financeiras, era sempre que o Estado deveria contar com um instrumento de financiamento do desenvolvimento, garantindo inclusive a presença de agentes financeiros em cidades com menor densidade populacional, nas quais não se achavam estabelecidos os bancos mais tradicionais.

No início da década de 1970, segundo Werner Baer¹¹⁸, os bancos estaduais respondiam por 55% do total de depósitos do sistema financeiro e por 58% dos empréstimos concedidos.

Durante a década de 1980, enquanto as taxas de inflação experimentavam um crescimento substantivo e se reduziam os recursos disponíveis para investimento nos orçamentos, os bancos oficiais estaduais direcionaram 57% de seus empréstimos ao setor público, passando a desempenhar uma função semelhante à de um banco central, emissor de moeda.

Esses bancos captavam recursos do público sob a forma de depósitos à vista e a prazo, aplicando-os em investimentos de responsabilidade dos estados ou de suas empresas estatais. Ocorre que esses investimentos não geravam retorno, seja em termos de volume, seja em termos dos prazos de empréstimos concedidos, fazendo com que o retorno dos recursos depositados pelos aplicadores ficasse comprometido.

Ao lado da participação dos bancos comerciais estaduais, menção específica deve ser feita com relação aos bancos de desenvolvimento. Esses bancos, igualmente sob controle estadual, foram surgindo durante a década de 1960 e no início dos anos 1970, como decorrência do aumento da relevância das operações do então BNDE – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico.

Essa verdadeira agência de fomento, criada em 1952 em decorrência de recomendações da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos, passou a desenvolver atividades como um banco central de segunda linha¹¹⁹, imediatamente após a edição da Lei nº 4.595/64.

¹¹⁸ AER, Werner. *A Economia Brasileira*. 2 ed. São Paulo: Nobel, 2002, p. 32.

¹¹⁹ Denomina-se como *banco central de segunda linha* a instituição financeira cujo capital pertence ao Estado e que, em consonância com as diretrizes da política monetária e creditícia emanada do CMN – Conselho Monetário Nacional, se ocupa da liderança e da fiscalização de um grupo de instituições financeiras que atua num mesmo segmento de mercado. No caso do BNDE cabia à instituição a liderança das instituições não bancárias dedicadas ao crédito de médio e longo-prazo (bancos de investimento e bancos de desenvolvimento).

Neste sentido, foram instituídas linhas de crédito dirigidas ao financiamento de máquinas e equipamentos de produção nacional (FINAME) e ao financiamento de pequenas e médias empresas (FIPEME). Ambas as linhas de crédito tinham em comum a característica de operação sob a modalidade de repasse a bancos privados de investimento ou a bancos estaduais de desenvolvimento.

Estes últimos, regulamentados pela Resolução 93 do Conselho Monetário Nacional, de 25/06/1968, passaram a ganhar uma importância crescente como agentes financeiros do BNDE.

No entanto, na medida em que se ampliava a rede de agências dos bancos comerciais e o nível de atuação dos bancos de desenvolvimento, os problemas cresciam. A qualidade das operações de crédito deferidas pelos bancos oficiais, fossem eles comerciais ou de desenvolvimento, deixava a desejar. Ness¹²⁰ mostra que 45,3% dos empréstimos concedidos pelos bancos oficiais geravam inadimplência, ao passo que nas instituições privadas o total de empréstimos em situação irregular era de apenas 1,7% das operações celebradas.

Outra questão de importância residia na atuação dos bancos oficiais na parte referente às operações passivas. A grande carência de recursos nos orçamentos estaduais, aliada à interrupção dos financiamentos externos decorrente da crise da dívida, provocou uma expansão do endividamento dos estados e municípios ao longo da década de 1980.

Essas operações, cujo *funding*¹²¹ residia em recursos obtidos através da captação de depósitos a prazo, tiveram, muitas vezes, curso anormal. Em grande parte dos casos, os empreendimentos financiados não tinham a capacidade de gerar o volume de recursos suficiente para atender o serviço de dívida e a amortização do crédito contratado.

¹²⁰ NESS Jr, W. L. (1999). *The phasing out of government banking in Brazil*. Unpublished paper prepared for the Conference on Bank Privatization, Washington, D.C., World Bank, 1999, p. 8-9.

¹²¹ Termo técnico utilizado em finanças para designar o provimento de recursos para uma dada operação de crédito.

Caracterizada a inadimplência, o banco oficial financiador se via em grandes dificuldades para honrar os prazos contratados com seus aplicadores. Para remediar essa situação de falta de liquidez, o Banco Central intervinha nas instituições, injetando os recursos necessários para a quitação dos compromissos pelos bancos e devolvendo-os à gestão dos governos estaduais. Doellinguer¹²² registra que, em 1987, após a eleição de 1986, o Banco Central interveio em sete bancos comerciais estaduais, sendo que em 1990 isso voltou a ocorrer. O capítulo 14 do relatório final da Comissão Executiva da Reforma Fiscal¹²³ analisa, de forma sistemática, os efeitos negativos da existência de bancos oficiais como transmissores de déficits dos governos estaduais para o governo da União.

Dessa forma, como observam Werlang e Fraga¹²⁴, a atuação dos bancos estaduais passou a alimentar o déficit público, uma vez que o socorro de liquidez proveniente do Banco Central provocava, no momento subsequente, a necessidade da securitização¹²⁵ desses recursos através da emissão de novos títulos públicos.

A solução para esse problema surgiu sob a forma do Programa de Estímulo à Redução do Setor Público no Setor Financeiro (PROES), definido pela Medida Provisória nº 1.514, de agosto de 1996 e implementada a partir de 1997. O governo federal financiou a reestruturação das dívidas dos bancos estaduais, através da troca de títulos estaduais de baixa liquidez, por

¹²² DOELLINGER, Carlos Von. Reordenação do Sistema Financeiro. *In: Perspectivas da Economia Brasileira – 1992*. Brasília: IPEA, 1991, p.299.

¹²³ CERF. *Relatório final da Comissão Executiva da Reforma Fiscal, criada por decreto de 5 de maio de 1992*. Coordenador: Ary Oswaldo de Mattos Filho. Membros: Augusto Jefferson de Oliveira Lemos, Carlos Alberto Longo, José Teófilo de Oliveira, Osmundo Rebouças e Sergio Ribeiro da Costa Werlang.

¹²⁴ WERLANG, Sérgio Ribeiro da Costa e FRAGA Neto, Armínio. Os bancos estaduais e o descontrole fiscal: alguns aspectos. *Revista Brasileira de Economia*, 49,(2), abril/junho de 1995, p. 266.

¹²⁵ Denomina-se como *securitização* a emissão de títulos de dívida e sua comercialização no mercado de capitais, como meio de expandir o prazo para financiamento de um débito, ou de permitir a redução dos encargos incidentes.

títulos do governo federal. A dívida dos governos estaduais para com o governo da União foi quitada através da transferência do controle acionário dos bancos estaduais e sua subsequente privatização.

A OCDE, em estudo publicado em 2001¹²⁶, mostra que das 35 instituições financeiras em poder dos estados em 1996, das quais 23 eram bancos comerciais ou múltiplos, 10 estavam fechadas e 13 privatizadas diretamente ou federalizadas como etapa preliminar à privatização. Somente cinco bancos permaneceram sob controle estadual após a capitalização e reestruturação. Em consequência, a participação dos bancos estaduais, que era de 18% dos ativos e passivos do sistema financeiro entre 1994 e 1997, passou a ser de 3,5% ao final de 2000. Em meados da primeira década do novo século, parece claro que, como afirma Markler¹²⁷,

“o tipo de sistema bancário que está emergindo no Brasil será geograficamente dual. No curto-prazo deverá continuar a ocorrer a privatização dos bancos estaduais, apesar de que o Estado deverá continuar a controlar algumas instituições financeiras. Sua presença e seu papel serão particularmente visíveis nas regiões urbanas mais pobres e em vastas regiões periféricas, como no Norte e Nordeste, onde a presença de bancos privados tenderá a ser mais escassa. Na região Centro-Sul, que se constitui no grande pólo de crescimento do país, a atividade financeira tenderá a ser concentrada em alguns poucos grandes conglomerados financeiros nacionais e estrangeiros. A longo-prazo a legislação bancária deverá ser capaz de levar a uma distribuição mais eqüitativa dos investimentos”.

¹²⁶ OCDE. *Estudos Econômicos: Brasil 2000-2001*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2001, p. 128-129.

¹²⁷ MAKLER, Harry M. Bank Transformation and Privatization in Brazil Financial Federalism and Some Lessons about Bank Privatization. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 40 (2000), p. 58.

2.1.7 Atuação dos Bancos Estrangeiros

A atuação das instituições financeiras estrangeiras no mercado bancário brasileiro pode ser dividida em quatro fases distintas.

A primeira, que se inicia no pós-guerra e se desenvolve até a edição da Lei nº 4.595 (31/12/1964), marca a entrada paulatina de organizações bancárias na medida de seu próprio processo de internacionalização e de acordo com a evolução econômica do país. Durante esse período, após a entrada em vigência da Lei nº 4.131 (2/9/1962), estabeleceu-se o princípio da reciprocidade: os bancos estrangeiros interessados em se estabelecer no país achavam-se sujeitos às mesmas restrições e proibições que vigorassem em seus países de origem para o estabelecimento de bancos brasileiros.

Na segunda fase, iniciada em 1964, com a implementação da Lei Bancária e que se prolongou até a promulgação da Constituição de 1988, a entrada de instituições financeiras dependia de prévia autorização do Banco Central ou de decreto do Poder Executivo, nos termos do que estabelecia o artigo 18 daquela Lei. Durante a segunda metade dos anos 1960 e nas duas décadas subseqüentes, até a promulgação da nova Constituição Federal em 1988, a presença de bancos estrangeiros no país se ampliou como reflexo do processo de rápida internacionalização por que passou o setor em todo o mundo.

Nos termos do princípio de reciprocidade, e considerando o interesse de instituições financeiras controladas pelo capital nacional, como o Banco do Brasil, o Banco do Estado de S. Paulo, o Banco Real e mesmo outros bancos privados nacionais, de expandir suas redes de agências para o exterior, o país aceitou a entrada de várias instituições estrangeiras em seu mercado.

A terceira etapa do processo se iniciou com a promulgação da Constituição Federal de 1988 e se estendeu até agosto de 1995. Durante este período, o estabelecimento de novas instituições de capital estrangeiro no mercado financeiro do país ficou virtualmente proibido, pois a

regulamentação sobre o aumento da participação de investidores estrangeiros no sistema financeiro foi remetida a uma lei complementar, não apresentada ao Congresso Nacional.

As instituições financeiras já existentes no país e controladas pelo capital estrangeiro, nos termos do que estabelecia a Resolução 1.535 do Conselho Monetário Nacional, de 30/11/1988, se viram proibidas de aumentar sua rede de agências. A única exceção em relação a essa proibição dizia respeito à possibilidade de negociação, entre grupos estrangeiros, do controle de capital de instituições que já estivessem operando no país.

Em agosto de 1995, nos termos da Exposição de Motivos nº 311 do Ministro de Estado da Fazenda, o Presidente da República, de acordo com o que estabelecia o artigo 52, do Ato de Disposições Transitórias à Constituição Federal, aprovou "como de interesse nacional" a entrada e/ou aumento da participação de instituições estrangeiras no sistema financeiro brasileiro.

A decisão decorria dos reflexos da chamada "Crise da Tequila"¹²⁸, e buscava fortalecer o mercado brasileiro. Ao mesmo tempo, a medida atendia os interesses de várias instituições financeiras internacionais, expressos de forma inequívoca nas reuniões da Organização Mundial do Comércio, Mercosul e na Cúpula das Américas, que havia sido realizada no final de 1994, em Miami (Estados Unidos).

Outro aspecto importante nesta nova fase deve ser devidamente ressaltado: a eliminação do dispositivo contido na Resolução 2.099, de 17 de agosto de 1994, segundo o qual o capital mínimo dos bancos estrangeiros deveria ser o dobro do valor fixado para os bancos controlados pelo capital nacional. A mudança desse normativo se fez através da Resolução 2.212 do Conselho Monetário Nacional, em 16 de novembro de 1995 e procurou criar

¹²⁸ A denominação se refere à grave crise de liquidez por que passou o México entre o final de 1994 e o primeiro trimestre de 1995. Ocorreu uma elevação exponencial da volatilidade financeira seguida de fuga de divisas, que provocou uma contração dos fluxos internacionais de capital dirigidos aos países emergentes e ao Brasil.

condições favoráveis para a entrada de capitais estrangeiros no sistema financeiro nacional.

Essa entrada era interpretada como desejável pelas autoridades monetárias, tendo em vista a necessidade de capitalização, seja das instituições financeiras privadas existentes, seja dos bancos estaduais que se achavam em meio a seu processo de privatização. Essa capitalização se configurava como necessária para o fortalecimento do sistema financeiro nacional como um todo.

A presença de bancos estrangeiros serviria para elevar a concorrência no mercado, induzindo o desenvolvimento de maiores índices de produtividade pelas instituições financeiras e contribuindo também para a redução dos *spreads*¹²⁹.

Segundo Markler¹³⁰, a manutenção de um elevado grau de competição no mercado depende do funcionamento de um forte setor bancário privado. O autor aduz que este é o caso de um país que, como o Brasil, pretende estabelecer uma sólida reputação como dispendo de um sistema bancário de classe mundial.

Por um lado, havia perspectivas favoráveis à expansão dos negócios no Brasil, decorrentes do processo de estabilização criado a partir da implementação do Plano Real. Por outro, existiam amplas possibilidades de expansão da presença de capitais estrangeiros nos diferentes setores econômicos, como consequência do processo de abertura da economia ao exterior e da privatização das atividades de infra-estrutura econômica.

Estes dois aspectos atraíram a entrada de grande número de instituições financeiras estrangeiras. Entre agosto de 1995 e abril de 1998, estabeleceram-se no Brasil dezoito grupos financeiros estrangeiros, constituindo novas instituições ou adquirindo o controle de capital de bancos

¹²⁹ Termo técnico utilizado em finanças para designar a diferença entre a taxa de juros paga por instituições financeiras na captação de recursos e a taxa cobrada pelas mesmas na concessão de créditos a pessoas físicas ou jurídicas.

¹³⁰ Idem, op. cit, p. 59.

já existentes. Nesse mesmo período, cinco outros grupos fizeram inversões para instalar instituições não bancárias, enquanto que outros dezenove grupos estrangeiros aumentaram sua presença no mercado brasileiro, adquirindo o controle de capital de empresas ou constituindo novas instituições, bancárias ou não bancárias.

2.1.8 Autonomia do Banco Central

No capítulo anterior foi possível verificar que a autonomia do Banco Central, implícita na questão da fixação de mandatos para cada membro da diretoria da agência reguladora, apesar de prevista na Lei Bancária, não foi adotada por ocasião do início da administração Costa e Silva, em 1967.

A possibilidade de manter uma administração essencialmente técnica é de grande importância, dado o relevo com que se reveste a questão. Trata-se de eliminar quaisquer possibilidades de ingerência política sobre a autoridade monetária, garantindo a estabilidade econômica, objetivo permanente da sociedade. Esse seria o escopo da "lei de responsabilidade monetária", ainda pendente de remessa ao Congresso Nacional e que tem provocado grande discussão nos meios políticos, com opiniões favoráveis e desfavoráveis por parte de parlamentares, *policy makers*, banqueiros, acadêmicos e membros do poder executivo.

Como bem o afirmam Sola, Garman e Marques¹³¹:

“Por isso, por mais gradual que tenha sido o processo de legitimação dos bancos centrais no passado e por mais diversos que tenham sido os mecanismos políticos e os desvios institucionais pelos quais eles hoje respondem àqueles atores, mesmo maiores críticos da ortodoxia econômica vêm-

¹³¹ SOLA, Lourdes, GARMAN, Christofer e MARQUES, Moisés. Banco Central, Autoridade Política e Governabilidade Democrática, in: *Banco Central: Autoridade Política e Democratização – um equilíbrio delicado*. Lourdes Sola, Eduardo Kugelmas, Laurence Whitehead (org). Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002. p. 117.

se obrigados a reconhecer que os bancos centrais são uma modalidade indispensável de autoridade. Parte-se aqui de um pressuposto similar, ou seja, de que os bancos centrais são uma condição necessária – e emblemática – de um compromisso indiscutível com a ordem monetária assumido pelos setores estratégicos dessas sociedades”.

Masiero e Werlang¹³² argumentam que um dispositivo legal neste sentido exigiria alterações na legislação já existente, particularmente em relação aos objetivos da instituição e aos mandatos de seus diretores. Por outro lado, Delfim Netto, considera que:

“...a autonomia do Banco Central é uma necessidade. Naturalmente isto ocorrerá na seqüência, tendo em vista que, de fato, temos uma autonomia, apesar de não existir nenhum dispositivo legal que ampare esta autonomia.”¹³³

Esta parece ser uma opinião generalizada por parte dos profissionais que atuam nos mercados financeiros e de capitais. Luiz Fernando Figueiredo, também em entrevista ao autor afirma, no entanto, que esse processo de institucionalização da autonomia do Banco Central deverá ocorrer mais adiante:

“ Ela é fundamental, mas estamos cada vez mais distantes desta realidade no governo Lula, pois o questionamento do executivo acerca das medidas tomadas pelo BC é crescente.”¹³⁴

¹³² Idem, op. cit., p. 327.

¹³³ Entrevista ao autor, no anexo 5.

¹³⁴ Entrevista ao autor, no anexo 3.

2.1.9 Evolução Recente do Sistema Financeiro Nacional

A partir do exposto nos itens anteriores é necessário fazer uma análise sobre a evolução do sistema financeiro brasileiro durante a década dos anos 1990 e primeira metade da primeira década do século presente, em consequência do processo de privatização dos bancos estaduais e da entrada de bancos estrangeiros no mercado nacional.

Em primeiro lugar deve-se destacar que as modificações introduzidas no período de quinze anos compreendido entre 1990 e o final de 2004, contribuíram para desenhar um novo cenário no mercado financeiro do país. Ocorreu, seja em virtude do PROER, seja em consequência das ações realizadas em consonância com o PROES, um processo de concentração bancária no Brasil.

De um lado, trata-se de uma boa modificação, na medida em que afasta as hipóteses de risco sistêmico no mercado financeiro. Do outro lado, no entanto, produziu-se uma situação de forte concentração econômica, ainda mais agravada em virtude dos problemas de desequilíbrio fiscal do Estado, que contribuíram para o alargamento da dívida interna a nível muito perigoso e que, mesmo após os bons resultados colhidos no período 2003/4, representam um ponto de preocupação para todos que se ocupam das possibilidades de retomada de crescimento econômico.

O quadro 2.1 apresenta a evolução do segmento bancário, discriminando: o número de instituições; a origem do capital; e o valor médio dos ativos. Pode-se verificar que no período mais recente, situado entre 1996 e 2004, ocorreu um processo de concentração bancária, havendo uma redução de 23% no número de instituições, que passaram de 230 para 164.

Enquanto os bancos sob controle estrangeiro evoluíam, de 41 para 58 estabelecimentos, com um pico em termos de participação em 2001, com um total de 72 bancos, ocorria uma redução nas instituições que contavam com participação estrangeira, de 26 para 10 bancos.

Ao mesmo tempo, os bancos privados nacionais sofriam um forte processo de concentração, passando de 131 estabelecimentos para apenas

82. O mesmo ocorreu com os bancos estatais que, após o programa de privatização realizado durante o período, passaram de 32 instituições em 1996 para 14 em 2004.

Ano	Controle Estrangeiro		Particip. Estrangeira		Privados Nacionais		Públicos (1)		Dados Totais	
	Quant	Ativo Médio	Quant	Ativo Médio	Quant.	Ativo Médio	Quant.	Ativo Médio	Quant.	Ativo Médio
1996	41	1.314	26	1.040	131	1.512	32	9.106	230	2.471
1997	49	1.775	23	2.750	118	1.597	27	12.210	217	3.092
1998	59	2.135	18	2.724	105	1.822	22	13.416	204	3.301
1999	65	2.567	15	3.833	95	1.939	19	16.104	194	3.660
2000	70	3.264	14	4.241	91	2.539	17	17.706	192	4.258
2001	72	3.941	14	4.884	81	3.341	15	19.446	182	5.107
2002	65	4.640	11	8.294	76	4.215	15	25.446	167	6.556
2003	62	3.861	10	7.681	78	5.048	15	30.693	165	7.093
2004	58	4.879	10	21.907	82	3.905	14	31.584	164	7.710

(1) Inclui os bancos estaduais, CEF e Banco do Brasil.

Fonte: Banco Central do Brasil

Simultaneamente a esse processo de concentração, ocorreu uma elevação no valor médio dos ativos de todas as instituições, sendo importante destacar que os bancos que tem controle estrangeiro, bem como os nacionais com participação estrangeira tiveram um crescimento de seus ativos em ritmo superior à média do setor. Naturalmente o processo de privatização de bancos estatais contribuiu para que os ativos desse grupo de instituições apresentassem a menor taxa de crescimento durante o período. Esse processo decorreu, tanto da privatização dos bancos estaduais, que passaram de vinte e cinco para catorze, como também em consequência do processo de fusões e incorporações por que passaram os bancos privados nacionais, no qual os bancos estrangeiros tiveram também um papel fundamental.

Ocorreu uma expansão dos bancos sob controle estrangeiro, que saltaram de quarenta e cinco para cinquenta e oito instituições ao final do período. No entanto, aplicado como deflator o IGP-DI¹³⁵ da Fundação Getúlio Vargas, verifica-se que o crescimento mais pronunciado dos ativos ocorreu nos bancos privados nacionais com participação estrangeira, que registraram em seus ativos uma expansão real superior a 700%, alcançando a cifra de R\$ 21.907 milhões, bem acima da evolução média dos ativos das instituições bancárias, que corresponde a um crescimento de 28,58% entre 1996 e 2004.

O quadro 2.2 mostra a evolução, no mesmo período de análise, do patrimônio das instituições pertencentes ao segmento bancário.

Quadro 2.2									
Evolução do Patrimônio Líquido das Instituições Bancárias, segundo o tipo - R\$ milhões									
Ano	Controle Estrangeiro		Privados Nacionais		Públicos (1)		Coop. de Crédito		Total
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	
1996	5.377,7	11,4	25.549,8	54,2	15.605,1	33,1	598,6	1,3	47.131,2
1997	6.489,9	14,3	23.534,4	51,8	14.687,5	32,3	703,9	1,6	45.415,8
1998	13.683,3	21,9	31.141,0	49,8	16.775,5	26,8	995,3	1,6	62.595,0
1999	19.022,1	25,5	34.883,8	46,7	19.462,9	26,1	1.344,8	1,8	74.713,6
2000	22.809,5	28,3	40.551,2	50,3	15.606,5	19,4	1.603,4	2,0	80.570,6
2001	31.287,1	30,7	52.084,1	51,1	16.417,6	16,1	2.057,3	2,0	101.846,1
2002	38.975,3	32,9	57.663,1	48,7	19.292,1	16,3	2.571,5	2,2	118.502,0
2003	42.086,1	28,1	79.747,7	53,2	24.792,7	16,5	3.359,7	2,2	149.986,2
2004	44.078,1	27,1	86.073,6	52,9	28.409,2	17,5	4.165,4	2,6	162.726,3

(1) Inclui os bancos estaduais, CEF e Banco do Brasil.

Fonte: Banco Central do Brasil

Pode-se verificar que as instituições bancárias apresentavam, em 2004, um patrimônio líquido total de R\$ 162.726,3 milhões.

Considerando o setor como um todo, é possível constatar que os bancos privados nacionais apresentavam patrimônio líquido total superior ao

¹³⁵ Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna

das outras instituições, o que pode ser explicado pelas dimensões desses bancos. Sua participação no patrimônio líquido total do sistema bancário equivalia a 52,9% do total, seguido pelo grupo dos bancos privados sob controle estrangeiro, cujo patrimônio líquido ascendia a R\$ 44.078,1 milhões.

Os bancos oficiais (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e Bancos Estaduais) tinham o correspondente a 17,5% do total do segmento bancário, sendo que o declínio de sua participação pode ser explicado tanto pelo processo de privatização, que atingiu a maioria dos bancos estaduais, como pelos resultados deficientes que apresentaram durante a década de 1990 e os primeiros anos do período seguinte, comparativamente aos bancos privados. Os dados, igualmente deflacionados de acordo com a variação do IGP-DI da Fundação Getúlio Vargas, revelam crescimento do patrimônio líquido das organizações sob controle estrangeiro superior à média do segmento bancário. Enquanto os bancos estrangeiros registraram um crescimento real de 237,78%, durante o mesmo período deve-se registrar que o patrimônio líquido do segmento bancário como um todo registrou um incremento de apenas 42,28%.

Ao mesmo tempo, deve-se destacar que o maior crescimento verificado em termos de patrimônio líquido para as instituições nacionais durante o período, ocorreu com as cooperativas de crédito, apesar de que sua participação no patrimônio líquido total do segmento bancário é inexpressiva, montando a 2,6% apenas. Por outro lado, os bancos oficiais registraram um decréscimo de patrimônio líquido em termos reais, pelos motivos já enunciados.

O próximo ponto interessante a analisar diz respeito à participação das diferentes instituições nas operações de crédito concedidas pelo segmento bancário.

A evolução das operações ativas¹³⁶ desenvolvidas pelas instituições bancárias durante o período 1996/2004, acha-se demonstrada no quadro 2.3.

¹³⁶ Dá-se o nome de "operações ativas" às operações de aplicação de recursos por parte das instituições financeiras junto a pessoas físicas e jurídicas, bem como a aplicação de recursos pelas tesourarias.

Neste caso verifica-se uma completa modificação de situação ao longo do período analisado.

Quadro 2.3									
Participação das Instituições do Segmento Bancário nas Operações de Crédito - R\$ milhões									
Ano	Controle Estrangeiro		Privados Nacionais		Públicos (1)		Coop. de Crédito		Total
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	
1996	18.266,2	9,5	61.213,7	31,9	111.575,3	58,1	1.018,0	0,5	192.073,1
1997	21.625,8	11,7	65.283,7	35,4	96.402,0	52,2	1.366,6	0,7	184.678,2
1998	27.766,2	14,9	57.790,2	31,0	99.308,9	53,2	1.735,4	0,9	186.600,7
1999	38.255,9	19,8	61.325,7	31,7	91.911,1	47,5	2.208,2	1,1	193.700,9
2000	57.447,8	25,2	78.842,3	34,5	89.208,5	39,1	2.831,3	1,2	228.329,8
2001	73.490,5	31,5	98.259,5	42,1	57.724,2	24,8	3.755,0	1,6	233.229,3
2002	77.601,0	29,9	102.975,5	39,7	74.024,2	28,6	4.587,6	1,8	259.188,2
2003	67.790,2	23,8	117.565,6	41,3	93.147,5	32,7	6.090,3	2,1	284.593,5
2004	85.909,7	25,1	141.347,5	41,3	106.874,2	31,3	7.865,9	2,3	341.997,4

(1) Inclui os bancos estaduais, CEF e Banco do Brasil.

Fonte: Banco Central do Brasil

Enquanto os bancos privados nacionais registraram incremento em sua participação no total das operações de crédito, pode-se observar que ocorreu um decréscimo da participação dos bancos públicos, antes responsáveis por mais que a metade das operações deferidas pelo segmento bancário e que, em 2004, respondiam apenas por 31,3% do valor das operações em andamento. Simultaneamente, verificou-se uma expansão pronunciada da participação dos bancos sob controle estrangeiro nessas operações, sendo que sua parcela nas operações de crédito que se achavam contratadas ao final do período evoluiu de 9,5% para mais de um quarto do total dos créditos.

O quadro 2.4 trata da evolução das operações passivas¹³⁷ dos bancos, apresentando a evolução dos depósitos captados instituições bancárias no intervalo de tempo compreendido entre 1996 e 2004.

¹³⁷ Recebe a denominação de "operação passiva" a captação de recursos do público, à vista e a prazo, bem como a captação de operações interfinanceiras realizadas pelos bancos.

Quadro 2.4									
Participação das Instituições do Segmento Bancário nos Depósitos - R\$ milhões									
Ano	Controle Estrangeiro		Privados Nacionais		Públicos (1)		Coop. de Crédito		Total
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	
1996	16.588,1	7,2	77.179,7	33,4	136.892,2	59,2	694,1	0,3	231.354,0
1997	20.944,1	7,5	91.248,6	32,9	164.275,3	59,1	1.305,5	0,5	277.773,7
1998	44.553,5	15,1	97.346,8	33,1	150.640,3	51,2	1.736,2	0,6	294.276,9
1999	51.929,0	16,8	98.356,1	31,8	156.374,4	50,6	2.441,9	0,8	309.101,4
2000	68.719,3	21,1	110.295,4	33,9	142.704,6	43,9	3.348,2	1,0	325.067,5
2001	73.957,3	20,1	129.737,3	35,3	158.710,7	43,2	4.810,5	1,3	367.215,8
2002	89.916,5	19,8	166.041,5	36,6	190.811,6	42,1	6.895,7	1,5	453.665,3
2003	86.760,0	17,6	188.688,2	38,2	209.637,1	42,4	8.992,2	1,8	494.077,5
2004	116.971,9	19,9	231.360,1	39,4	230.655,4	39,3	8.220,9	1,4	587.208,3

(1) inclui os bancos estaduais, CEF e Banco do Brasil.

Fonte: Banco Central do Brasil

Durante o período verifica-se uma redução na participação dos bancos oficiais, que corresponde a uma evolução positiva nos depósitos das instituições sob controle estrangeiro. Ao mesmo tempo, deve-se destacar que a participação dos bancos privados nacionais manteve um crescimento discreto, variando de 33,4% do total, para o equivalente a 39,4 % desse montante.

Deve-se mencionar que a pequena participação das cooperativas de crédito na captação de depósitos que o segmento realizou junto ao mercado é uma consequência da própria dimensão dessas instituições, bem como de suas características específicas.

Na medida em que uma cooperativa de crédito funciona como “um banco em circuito fechado”, uma vez que capta recursos e aplica-os sempre junto aos cooperados, sua possibilidade de expansão é reduzida, pois depende do alargamento de seu quadro social.

Outro aspecto a ser destacado na análise decorre da conjugação dos dados dos quadros 2.3 e 2.4. Enquanto os bancos privados nacionais, responsáveis pela captação de 39,4% dos depósitos, realizaram ao final do

período pouco mais de 41% das operações de crédito, verifica-se uma situação bastante diversa quando se analisa o comportamento de bancos sob controle estrangeiro e bancos oficiais. Os primeiros, captando pouco menos de 20% dos depósitos do sistema, eram responsáveis, no final do período, por 25,1% das operações de crédito celebradas, enquanto que os bancos oficiais, captando 39,3% do total dos depósitos, realizavam pouco menos de 31% das operações de crédito. Pode-se concluir que os bancos sob controle estrangeiro concederam relativamente mais recursos ao crédito que os bancos oficiais e que os bancos privados nacionais.

Cabe mencionar dois movimentos interessantes no segmento bancário durante o período sob análise. Por um lado, deve-se ressaltar que a privatização e a extinção dos bancos estaduais foi acompanhada de uma expansão das operações do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, que vieram a ocupar parte do espaço anteriormente correspondente à atuação desses bancos.

Por outro lado, é também necessário registrar que o processo de internacionalização do sistema bancário brasileiro, iniciado na segunda metade da década de 1990, passou por uma inversão de sentido. Assim, no período compreendido entre 2001 e 2003, ocorreu uma redução da participação estrangeira no mercado. Essa redução de participação ocorreu de duas formas distintas. Alguns grupos estrangeiros preferiram trocar suas posições de controle, por participações minoritárias, alcançadas por meio da incorporação das instituições existentes a bancos privados nacionais, de maior porte. Outros grupos estrangeiros preferiram retirar-se do mercado brasileiro, como é o caso do Banco Creditanstalt, que se retirou do Banco BBA Creditanstalt, vendendo sua participação para o Banco Itaú.

2.2 O MERCADO DE CAPITAIS

No mercado de capitais, os pontos mais importantes do período compreendido entre 1985 e 2004 abrangem:

- a) a regulamentação de novos tipos de operação no mercado interno, incluindo a emissão de *commercial papers*¹³⁸ por parte de companhias abertas e a securitização de recebíveis.
- b) a internacionalização do mercado, com regulamentação dos chamados DR's¹³⁹;
- c) a criação da BM&F – Bolsa Mercantil e de Futuros e a consolidação dos mercados futuros, com o surgimento de instrumentos derivativos
- d) a ampliação do escopo de funcionamento dos fundos de investimento e regulamentação de novas formas de atuação desses fundos;
- e) a introdução de modificações substanciais na legislação regulatória, na Lei das Sociedades Anônimas e na legislação de falências.
- f) A questão da governança corporativa.

¹³⁸ Denomina-se como *commercial paper* o título emitido por uma dada empresa, com prazo de resgate inferior a 270 dias nos Estados Unidos e 180 dias no Brasil, que se destina a captar recursos junto ao mercado de capitais para a solução de problemas de capital de giro pelas empresas.

¹³⁹ *Depositary Receipts* – forma de garantir a venda de títulos representativos de ações de companhias brasileiras em mercados internacionais. Os mais comuns são o *ADR* – *American Depositary Receipt* e o *GDR* – *Global Depositary Receipt*. Trata-se de recibos de depósito emitidos em moeda estrangeira (dólares americanos, euros ou yenes), que correspondem a ações de uma dada companhia, negociadas na BOVESPA, e que permanecem custodiadas junto a um agente fiduciário, para garantir a liquidez da operação no mercado externo correspondente.

2.2.1 Novos Tipos de Operações

Sob o ponto de vista cronológico, a primeira modificação introduzida no mercado de capitais brasileiro durante os anos 1990 resultou no surgimento do *commercial paper*. A Resolução 1.723/90 do Conselho Monetário Nacional autorizou a emissão desses títulos pelas companhias abertas, vedando, no entanto, que as instituições integrantes do sistema financeiro pudessem ter acesso a esse recurso. Assim, os *commercial papers* podem ser emitidos unicamente por empresas de capital aberto que não se dediquem à intermediação financeira ou à distribuição de valores mobiliários¹⁴⁰.

Trata-se, portanto, de garantir a emitentes de notas promissórias decorrentes de operações comerciais o acesso ao mercado de capitais, fazendo com que essas empresas possam captar recursos de curto prazo nesse mercado, a custos inferiores aos vigentes no mercado financeiro, onde existe a intermediação bancária. Toda a legislação anteriormente estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários passou a se aplicar também aos novos papéis que estavam sendo regulamentados e, nos termos da Instrução 134/90 foram estabelecidas a obrigatoriedade de registro da emissão pública junto à CVM e a exigência de publicação do anúncio de encerramento de distribuição.

Mais adiante, com a Instrução 155/91, a CVM passou a permitir – em condições especiais¹⁴¹, a emissão de notas promissórias por empresas que não se encontrassem registradas como companhias abertas junto àquela agência reguladora. Os *commercial papers* devem ser registrados na CETIP para que possam ser negociados por todas as instituições financeiras e auxiliares do sistema financeiro (companhias de seguro, previdência e

¹⁴⁰ Foram proibidas emissões de *commercial papers* por bancos, corretoras e distribuidoras de valores e sociedades de arrendamento mercantil.

¹⁴¹ A permissão criada pela Instrução 155/91 refere-se a emissões de notas promissórias acima de um valor unitário específico (equivalente a 314.170,26 UFIR's), desde que esses títulos se destinassem a negociações em mercado de balcão ou em leilão especial, realizado por Bolsa de Valores.

capitalização), integrando suas carteiras de aplicações¹⁴². A Resolução 1.734/90 do Conselho Monetário Nacional, posteriormente modificada pela Resolução 2.770/00, tratou de permitir o acesso de *commercial papers* emitidos por empresas brasileiras no mercado internacional de valores, de modo a garantir o acesso dessas empresas a uma nova fonte de recursos, no mercado externo. Nesse caso não se aplicam aos títulos colocados no mercado externo as restrições existentes para esses valores mobiliários no mercado brasileiro, mas estabeleceu-se a obrigatoriedade de registro do ingresso dos capitais estrangeiros no Banco Central.

A securitização de recebíveis foi outro tipo de operação largamente utilizada no exterior, que se incorporou à normatização financeira brasileira durante os anos 1990. Numa primeira etapa, através da Resolução 1.834/91, do Conselho Monetário Nacional, foi autorizada a captação de recursos no exterior com base em operações de exportações celebradas por uma dada empresa, por sua controladora ou por empresas que pertencessem ao mesmo grupo controlador. A seguir, a Resolução 2.026/93 autorizou o processo de estruturação desse tipo de operação para recebíveis oriundos de operações comerciais e de prestação de serviços realizadas no mercado interno.

Finalmente a Lei nº. 9.514/97, que criou o Sistema Financeiro Imobiliário, disciplinou a securitização de recebíveis oriundos de operações de financiamento de imóveis.

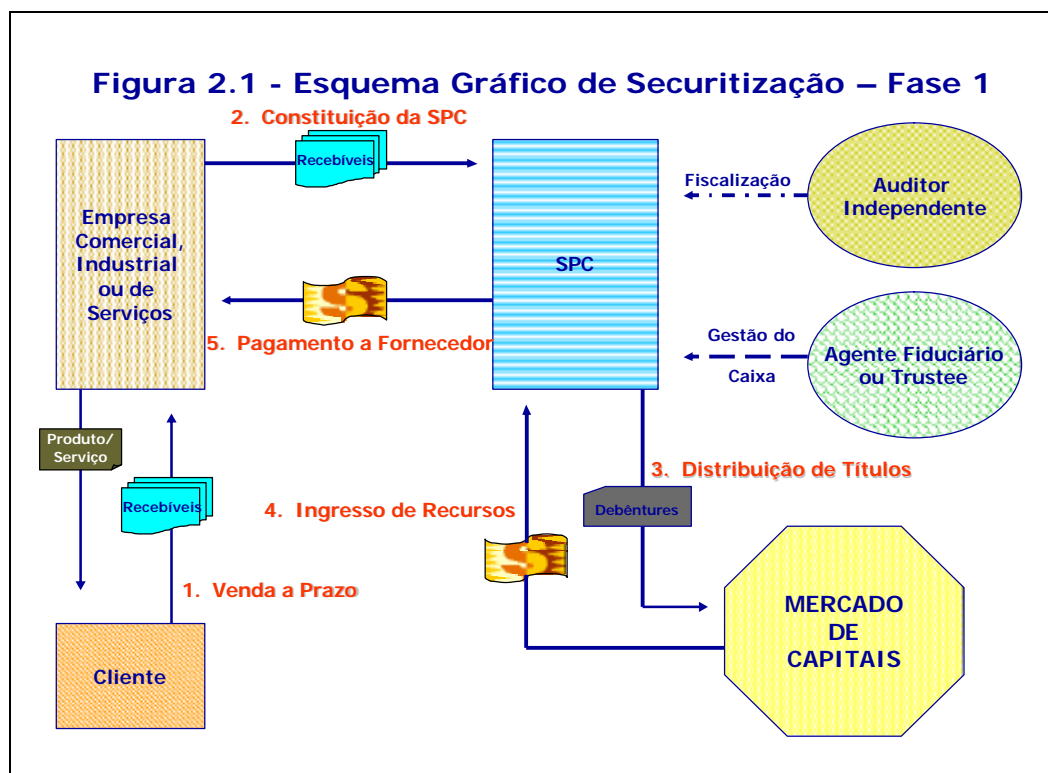
Numa operação de securitização, existem funções e mecanismos de funcionamento muito específicos. Em primeiro lugar deve-se abordar a figura do recebível, que nada mais é do que um título de crédito que decorre de uma venda de imóvel, mercadoria ou serviço, a prazo. A operação de securitização consiste na transformação desses recebíveis em títulos negociáveis no mercado de capitais, propiciando recursos à empresa que realizou a venda a prazo. Na seqüência existe a figura jurídica da *special*

¹⁴² A permissão criada pela instrução 155/91 refere-se à emissões de notas promissórias acima de um valor unitário específico (equivalente á 314.170.26 UFIR's), desde que esses títulos se destinassem a negociações em mercado de balcão ou em leilão especial, realizado por Bolsa de Valores.

purpose company, ou companhia de propósito específico, empresa criada unicamente para o fim de permitir a distribuição dos títulos no mercado de capitais.

Outro ponto importante na operação de securitização diz respeito ao funcionamento da SPC, cuja trajetória financeira fica inteiramente divorciada daquela trilhada pela empresa que deu origem aos recebíveis quando da realização da venda a prazo. A SPC tem sua gestão de caixa administrada por uma instituição financeira, que assume a função de agente fiduciário ou *trustee*, responsabilizando-se por todos os pagamentos e recebimentos da empresa de propósito específico. Toda essa gestão é acompanhada por auditores independentes, com o objetivo de garantir ao mercado a correção dos procedimentos adotados para a gestão de caixa da empresa de propósito específico.

Na figura 2.1 pode-se verificar a seqüência de procedimentos de uma operação de securitização. O processo se inicia quando ocorre um conjunto de vendas de bens ou de serviços por parte de uma dada empresa a seus clientes.

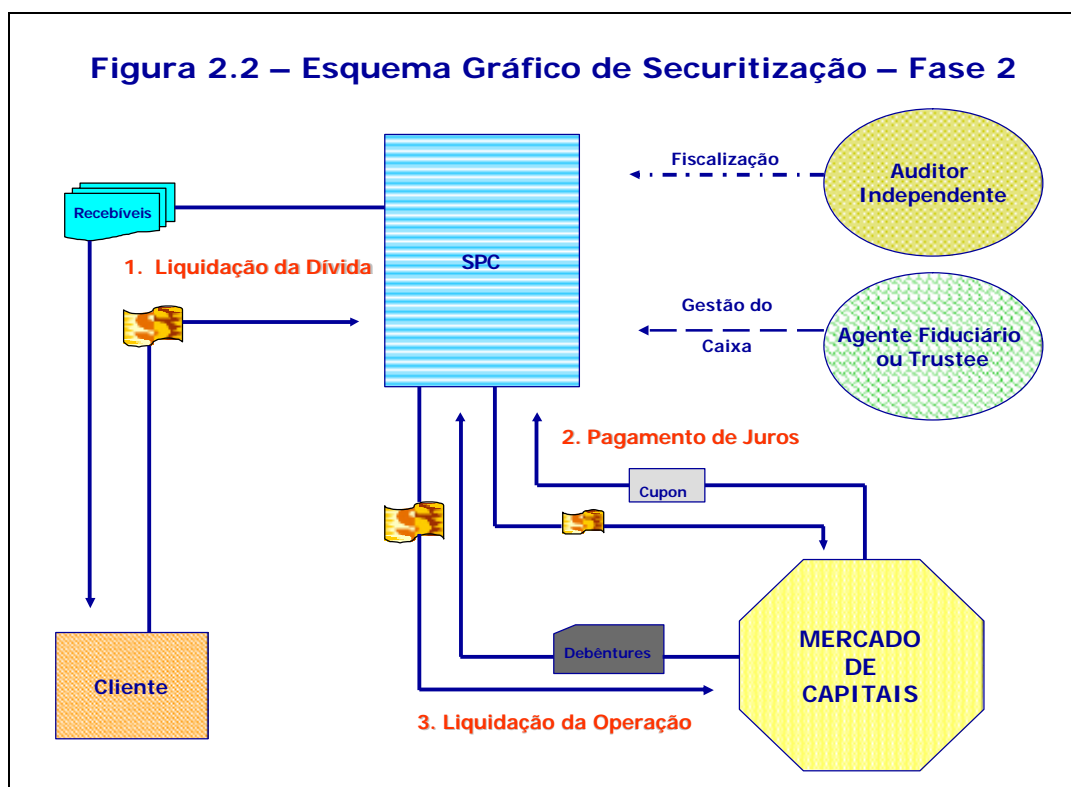


Quando se trata de uma venda parcelada a prazo, a empresa vendedora recebe um conjunto de recebíveis correspondente a cada uma das operações de venda efetivadas, cujo vencimento se dará ao longo do prazo estabelecido para a quitação da dívida pelos clientes, em cada caso.

De posse dos recebíveis e com uma informação muito clara sobre o grau histórico de inadimplência verificado em títulos do mesmo tipo, a empresa deverá utilizar esses documentos de crédito para criar uma SPC.

Constituída a empresa e escolhidos o agente fiduciário e o auditor independente, cabe realizar a operação de lançamento das debêntures no mercado de capitais e, a partir dessa operação, realizar o recebimento dos recursos decorrentes desse lançamento. Dessa maneira a empresa que havia realizado a venda a prazo consegue receber os recursos correspondentes aos recebíveis que detinha, retirando-se do processo.

A figura 2.2 mostra o funcionamento da operação de securitização após a colocação das debêntures no mercado de capitais.



Na medida em que o responsável pela compra a prazo vai cumprindo os compromissos financeiros, cujos direitos de crédito foram transferidos pelo vendedor original para a *special purpose company*, esta vai acumulando os recursos financeiros correspondentes.

Durante o período em que os pagamentos vão sendo realizados, existe uma gestão financeira muito específica, que é realizada pela instituição financeira nomeada como “agente fiduciário”, ao mesmo tempo em que os atos dessa gestão financeira ficam sob a supervisão da auditoria independente.

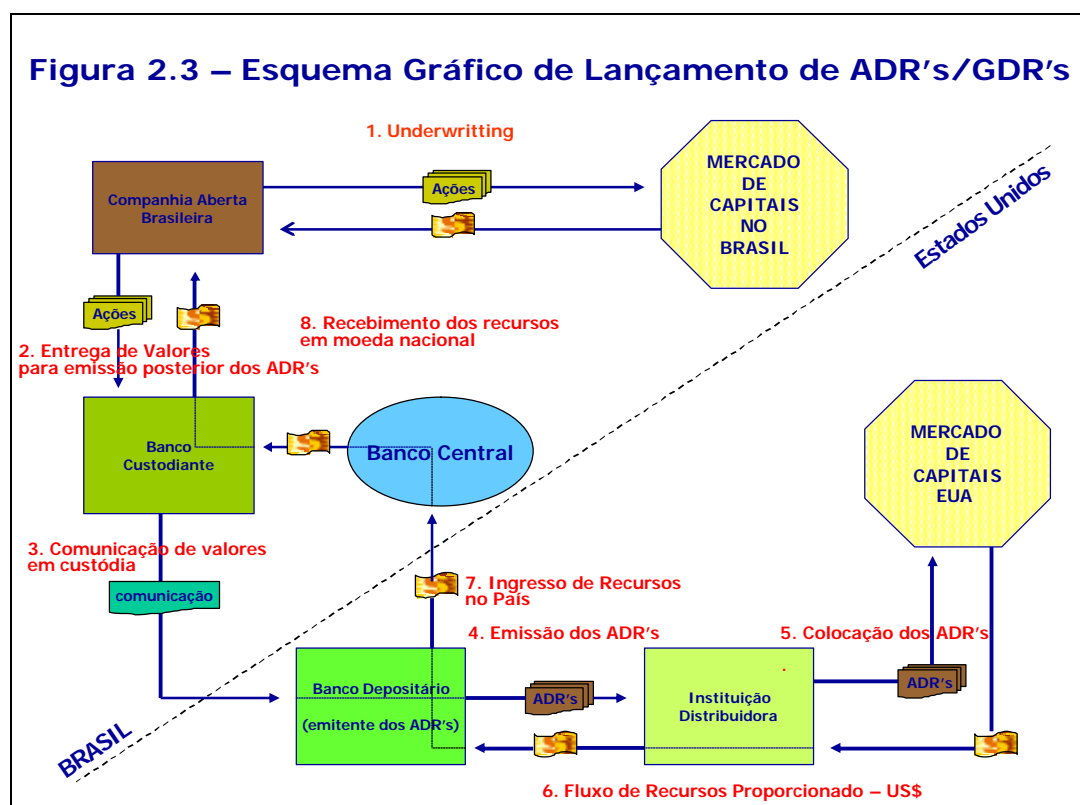
Esses recursos financeiros proporcionam os meios para o pagamento periódico dos juros correspondentes às debêntures emitidas no mercado de capitais, o que vai sendo realizado com a periodicidade estabelecida no prospecto de lançamento desses títulos. Esse movimento se acha representado na figura 2.2, referido para um determinado intervalo de tempo, que será equivalente ao prazo de duração da emissão das debêntures (três a cinco anos, em condições normais, ou mais de 10 anos, em caso de securitizações que envolvam a venda de imóveis). Usualmente o pagamento de juros se faz com periodicidade semestral ou trimestral.

No momento adequado, após a SPC ter recebido todo o montante dos créditos correspondentes à securitização, as debêntures serão amortizadas e operação estará concluída. Na medida em que a SPC não mais terá qualquer crédito a receber e, por outro lado, nenhuma obrigação a cumprir em relação aos debenturistas, essa empresa estará extinta e a operação de securitização encerrada.

2.2.2 Internacionalização do Mercado de Capitais

O acesso de companhias abertas brasileiras aos mercados internacionais de capitais ficou regulamentado a partir da Resolução 1.927/92, do Conselho Monetário Nacional. Esse normativo permite que não residentes no país possam efetuar a compra de certificados representativos de ações emitidas por uma companhia aberta brasileira, desde que a operação seja aprovada pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários e que haja uma autorização da autoridade que jurisdiciona o mercado correspondente¹⁴³. O tipo mais freqüente de certificados é o *American Depositary Receipt* ou simplesmente ADR, que é negociado no mercado dos Estados Unidos.

A operação se acha representada esquematicamente na figura 2.3.



¹⁴³ Ou seja, no caso de emissão desses certificados nos Estados Unidos é necessário contar com a respectiva autorização da SEC – *Securities Exchange Commission*, que se encarrega da regulamentação e fiscalização do mercado de capitais naquele país.

Uma dada companhia aberta brasileira, tendo obtido autorização por parte da *SEC – Securities Exchange Commission*, que é o órgão regulador do mercado de capitais nos Estados Unidos, faz uma emissão de ações no mercado brasileiro, reservando uma parte dessa subscrição pública para venda no exterior.

Em seguida é designado um banco custodiante, que ficará responsável pela guarda das ações recém lançadas, denominadas em reais, que se quer vender ao mercado norte-americano. Esse banco, que é um banco de investimento ou um banco múltiplo com carteira de investimentos, comunica ao banco depositário – que é uma instituição estabelecida nos Estados Unidos – a existência dessas ações em custódia, o que desencadeia a emissão, por parte dessa última instituição, de recibos de depósitos denominados em dólares norte-americanos, que correspondem exatamente às ações que se acham custodiadas no Brasil.

São esses recibos de depósitos, os ADR's, que serão vendidos no mercado de balcão norte-americano, propiciando o ingresso de recursos em moeda estrangeira. Esses recursos, devidamente trocados por reais no mercado brasileiro de câmbio, vão complementar a captação já feita no mercado primário brasileiro, permitindo a capitalização da empresa emitente.

Esta passou a ser uma forma muito importante de garantir a captação de recursos por parte de empresas brasileiras no mercado internacional, permitindo sua expansão em condições de custo e disponibilidade de recursos a que, de outro modo, não poderiam ter acesso. Trata-se de garantir possibilidades de competição para companhias que, tendo de disputar um mercado cada vez mais aberto pelo processo de globalização, não poderiam ficar restritas às proporcionalmente mais escassas fontes de recursos existentes no mercado de capitais brasileiro. A evolução das operações de ADR e de GDR¹⁴⁴ a partir de 1992, mostra a importância desses recursos para o crescimento de empresas brasileiras.

¹⁴⁴ *Global Depository Receipt* – recibos de depósito negociados em vários mercados mundiais simultaneamente.

2.2.3 A criação da BM&F e a ampliação do uso de derivativos

Os mercados futuros surgiram no hemisfério ocidental no final do século XVII, em Bruges, na Bélgica, quando foi estabelecida a primeira bolsa para negociação de contratos futuros de commodities agrícolas. Essa forma de transação foi adotada em 1730, na Bolsa de Arroz de Osaka, no Japão, chegando aos Estados Unidos em 1848, quando foi fundada a Chicago Board of Trade, que na atualidade é a maior bolsa de futuros do mundo.

No Brasil, esses mercados derivativos tiveram grande impulso a partir da segunda metade da década de 1980. De fato, já contando com a Bolsa de Mercadorias de S. Paulo e com a BBF – Bolsa Brasileira de Futuros, esta última localizada no Rio de Janeiro, os negócios de derivativos firmaram-se com o início de operação, em 1986, da BM&F – Bolsa Mercantil e de Futuros. Em 1991 ocorreu a fusão da Bolsa Mercantil e de Futuros, que já apresentava um volume crescente de operações, com a Bolsa de Mercadorias de S. Paulo, que tinha uma forte tradição nos mercados futuros de produtos agropecuários.

Em conseqüência desse processo de fusão, foi estabelecida a atual BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros. Esta bolsa, após um grande crescimento do mercado durante os anos 1990, absorveu, em 1997, a BBF – Bolsa Brasileira de Futuros. A BM&F tornou-se, no início do novo século, uma das maiores bolsas de futuros do mundo e certamente foi responsável pelo incremento crescente na utilização de derivativos no mercado brasileiro.

Segundo Hull¹⁴⁵, *“derivativos podem ser definidos como títulos cujos valores dependem dos valores de outras variáveis mais básicas”*.

Os derivativos envolvem os mercados futuros e de opções e seu uso, de acordo com Assaf Neto¹⁴⁶, oferece as seguintes vantagens:

¹⁴⁵ HULL, J. *Introdução aos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&F, 1996. p. 13.

¹⁴⁶ ASSAF NETO, A. *Mercado Financeiro*. S. Paulo: Editora Atlas, 1999. p. 301.

“a) maior atração ao capital de risco, permitindo uma garantia de preços futuros para os ativos; b) criar defesas contra variações adversas nos preços; c) estimular a liquidez do mercado físico; d) melhor gerenciamento do risco e, por conseguinte, redução dos preços dos bens; e) realizar negócios de maior porte com um volume relativamente pequeno de capital de nível conhecido de risco.”

2.2.4 Fundos de Investimento

O segmento de fundos de investimento teve um grande crescimento no período compreendido entre 1984 e 2004, com maior ênfase nos anos subsequentes a 1990. Trata-se de uma alternativa importante de gestão de recursos, tanto provenientes da poupança interna, como de investidores estrangeiros, que ficam colocados à disposição do mercado financeiro e de capitais no Brasil. Constituídos em forma de condomínio, esses fundos foram fiscalizados e regulamentados pelo Banco Central ou pela CVM, conforme o caso, até 2004. A partir da edição da Instrução 409 da CVM, todos os fundos passaram a ser supervisionados por esta agência reguladora.

Os fundos sob fiscalização do Banco Central, regulamentados pela Resolução 2.183/95, do Conselho Monetário Nacional, incluíam os fundos de investimento financeiro (FIF), os fundos de investimento financeiro – Dívida Estadual ou Municipal, os fundos de investimento no exterior (FIEEX) e os fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento financeiro (FAC ou FAQ). Os fundos de investimento financeiro, por sua vez, podiam ser referenciados e não referenciados. No primeiro caso, o fundo devia acompanhar o comportamento de um dado indicador financeiro, sendo que seus resultados eram sempre medidos em relação ao desempenho desses indicadores. Os dois indicadores financeiros nacionais mais freqüentemente

utilizados neste caso eram a taxa CDI¹⁴⁷ e taxa SELIC¹⁴⁸, apesar de que alguns fundos podem ter o IBOVESPA¹⁴⁹ como fator de referência.

A partir da edição da Instrução 409 da CVM, que entrou em vigor em 22 de novembro de 2004, os fundos de investimento ficaram ainda mais transparentes para os seus cotistas. A CVM passou a ser responsável por centralizar, regular e fiscalizar os fundos de renda variável e fixa, antes atribuição do Banco Central.

Desde o prospecto do fundo, que agora toma forma de documento societário, até a nova sistemática de convocação e realização de assembléias, que acontecem toda vez que há uma alteração importante no regulamento do fundo, adquiriram novo formato regulatório. Isso tem como objetivo a prestação de informações e principalmente a defesa dos interesses dos cotistas.

Os fundos foram classificados pela CVM em sete grupos distintos. O primeiro, constituído pelos chamados fundos de curto-prazo, mantém o patrimônio aplicado em títulos federais pré-fixados ou pós-fixados (indexados à SELIC ou a um dado índice de preços). Esses títulos devem ter um prazo máximo de vencimento de 375 dias, sendo que a carteira do fundo deve apresentar um prazo médio de 60 dias.

O segundo grupo de fundos abrange os chamados fundos referenciados, que são aqueles que mantêm 95% de sua carteira composta por ativos que acompanham o índice de referência escolhido. No mínimo

¹⁴⁷ CDI é a designação adotada pelo mercado para os certificados de depósito interbancário, que se regem pela taxa de juros que vigora no mercado interfinanceiro, isto é, entre instituições financeiras, no dia a dia.

¹⁴⁸ Taxa SELIC é a taxa que remunera os títulos da dívida pública interna. Periodicamente, de acordo com o regime de metas de inflação adotado pela política monetária brasileira desde 1999, o COPOM – Comitê de Política Monetária do Banco Central estabelece o valor dessa taxa que deverá vigorar no mercado financeiro no próximo período. Essa taxa de juros de curto prazo procura apoiar a política adotada pela Autoridade Monetária no sentido de que as metas de inflação, estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, possam ser atingidas dentro de um dado ano.

¹⁴⁹ IBOVESPA é o índice de variação dos títulos negociados na Bolsa de Valores de São Paulo. Trata-se de uma média ponderada que abrange as ações mais negociadas em pregão em cada momento, considerando o volume desses títulos e seu respectivo preço.

80% do total da carteira desses fundos deve ser representado por títulos públicos federais ou por títulos que são considerados um baixo risco de crédito.

O terceiro grupo dos fundos definidos pela Instrução 409 constitui os chamados fundos de renda fixa, em que 80% da carteira se acha relacionada diretamente, ou por meio de derivativos, às taxas de juros e/ou de inflação. O quarto grupo de fundos, recebe a denominação genérica de fundos cambiais, por contarem primordialmente (mais de 80% do patrimônio) com títulos que tem seu valor variando de acordo com a cotação da moeda estrangeira escolhida. Na seqüência, os fundos de dívida externa tem no mínimo 80% de seu patrimônio investido em títulos brasileiros negociados em mercados internacionais. O grupo subsequente é formado pelos chamados fundos de ações, em que 67% do patrimônio líquido deve ser aplicado em ações.

Finalmente existem os chamados fundos multimercado, que são aqueles que podem aplicar seus recursos em títulos de renda fixa, ações ou derivativos. Este último grupo contém aqueles fundos que oferecem uma maior perspectiva de retorno para o aplicador, mas que apresentam maior volatilidade, sendo indicado para investidores que acompanham mais de perto a evolução do mercado, já que seus riscos são maiores.

Outro aspecto, introduzido em paralelo à Instrução 409 da CVM, foi a chamada “conta investimento”. Trata-se do instrumento criado pelo Governo Federal para permitir ao investidor maior mobilidade para trocar de aplicação financeira ou de gestor de seus recursos, sem o pagamento da CPMF. Uma das principais vantagens é possibilitar ao investidor escolher a melhor alternativa em investimentos, reduzindo os custos com a CPMF.

2.2.5 Mudanças na Legislação Regulatória, na Lei das Sociedades Anônimas e a Nova Lei de Falências

2.2.5.1 Alterações na Legislação da Comissão de Valores Mobiliários

Durante o período posterior a 1984, o crescimento do mercado de valores mobiliários e o próprio desempenho da economia brasileira impuseram modificações à Lei 6.404/76, que disciplinou as sociedades anônimas. As principais modificações introduzidas através de legislação subsequente se encontram nas Leis de nºs. 9.457/97, 10.194/01 e 10.303/01.

A Lei nº. 9.457/97 excluiu da alçada da CVM as instituições financeiras, no tocante à natureza das informações que devam prestar ao público enquanto companhias abertas, bem como em relação ao relatório da administração e demonstrações financeiras que devem ser apresentadas. Essa exclusão decorre do processo de padronização adotado pelo Banco Central em relação aos procedimentos contábeis, que seguem um único modelo para todas as instituições autorizadas a funcionar. Em consequência dessa Lei e do Decreto nº. 3.955, de 2001, ficou estabelecido que a utilização das recomendações da CVM no tocante a práticas contábeis deverá ser seguida pelas instituições financeiras constituídas sob a forma de companhias abertas apenas quando não conflitarem com dispositivos do Banco Central.

Por outro lado, a mesma Lei nº. 9.457/97 conferiu novos poderes à CVM, para impor penalidades a companhias abertas que tenham praticado atos ilícitos, que prejudiquem o funcionamento do mercado de capitais.

Uma das principais inovações dessa Lei é a possibilidade de imposição de penas de suspensão ou inabilitação permanente de administradores e de membros de conselho fiscal de organizações em que fique evidenciada, através de inquérito administrativo, a prática de atos lesivos a acionistas ou ao mercado de capitais.

Outro aspecto importante da Lei nº. 9.457/07 reside na definição de um prazo de oito anos para a prescrição das infrações às normas que coubesse à CVM fiscalizar. Essa prescrição, no entanto, foi modificada pela

Lei nº 9.873/99, que determina que a ação da CVM prescreve no prazo de cinco anos, a partir da data em que a infração tenha sido efetivada ou, no caso de infrações continuadas, a partir da data em que tiver cessado a infração. Por outro lado, se a infração cometida for passível de enquadramento como crime, a prescrição se rege pelo prazo definido na lei penal respectiva.

A Lei nº 10.198/01 definiu o que pode ser considerado como “valor mobiliário”, ampliando o conceito que tinha sido dado pela Lei nº 6.385/76, que instituiu a CVM. Trata-se de um ponto importante, uma vez que mediante a nova definição fica ampliado o escopo da fiscalização exercida pela CVM sobre o mercado de capitais, incluindo os contratos de investimento coletivo oferecidos ao público. Este é exatamente o entendimento vigente nos Estados Unidos, onde contratos de investimento que envolvam aplicações em dinheiro, um empreendimento comum, expectativa de lucro e a figura de um administrador ou empreendedor caracterizam campo de ação próprio à agência reguladora do mercado de capitais, a *SEC – Securities Exchange Commission*.

Provavelmente o objetivo da Lei nº 10.198/01 tenha sido de enquadrar os contratos de parceria de engorda de bovinos e outros animais, responsáveis por inúmeros escândalos no mercado de capitais nos primeiros anos do século XXI.

2.2.5.2 Alterações na Lei de Sociedades Anônimas

A legislação das sociedades anônimas foi alterada por três diplomas legais diferentes: as Leis de nºs 9.457/97, 10.194/01 e 10.303/01, já mencionadas em relação às alterações que criaram relativamente ao funcionamento da agência reguladora do mercado de capitais.

Inicialmente cabe examinar as alterações introduzidas pela Lei nº 9.457/97. A Lei permite que o valor de reembolso de ações, no caso de retirada de um ou mais acionistas dissidentes, possa ser fixado pelo estatuto em valor inferior ao patrimonial, desde que seja apurado em função do valor

patrimonial da organização, objeto de laudos de peritos que, constantes de uma lista indicada pela Diretoria ou Conselho de Administração, tenham sido escolhidos pela assembléia de acionistas.

Outro ponto importante reside na limitação de obtenção de certidões de livros societários a casos em que o solicitante prove que os dados solicitados se destinam à defesa de seus direitos ou ao esclarecimento de dúvidas existentes por parte de acionistas ou do mercado. Nesse caso, o indeferimento do pedido pode ser revisto pela CVM.

O diploma legal já mencionado também inova, ao considerar como exercício abusivo de poder por parte do acionista controlador qualquer subscrição de ações para aumento de capital que venha a ser realizada por conferência de bens que sejam estranhos ao objeto da sociedade.

Não se deve deixar de mencionar a ampliação do direito de realização de assembléia geral, que passa a poder ser exercido por 5% dos acionistas – com ou sem direito a voto, nos casos em que gestores deixem de atender a pedidos de convocação da referida assembléia ou de instalação de Conselho Fiscal.

Por derradeiro, devem-se considerar outros dois pontos em que a Lei nº 9.457/97 foi igualmente inovadora: a faculdade do Conselho Fiscal poder requisitar esclarecimentos de auditores independentes ou de peritos sobre matéria que pareça controversa e que tenha sido objeto de deliberação por parte dos administradores, e a questão da fixação do preço de emissão de novas ações tendo em vista a perspectiva de rentabilidade do novo empreendimento, o valor de mercado das ações em circulação e/ou o valor patrimonial das mesmas.

A Lei nº. 10.194/01 trouxe, como principal inovação, a autorização para que pessoas não residentes no país possam ser eleitas para o Conselho de Administração de companhias abertas, desde que constituam representantes residentes no país para receber citações em ações propostas com base na legislação societária.

Por fim, cabe abordar rapidamente as inovações introduzidas pela Lei nº. 10.303/01. Em primeiro lugar, devem-se ressaltar as vantagens conferidas aos detentores de ações preferenciais. Além do direito a receber um dividendo mínimo calculado de acordo com o que a Lei estabelece, fica também definido o direito das ações serem incluídas na oferta pública de alienação de controle¹⁵⁰. Outro aspecto interessante diz respeito, no caso de empresas que sejam objeto de processos de privatização, à chamada *golden share*¹⁵¹.

A exigência de “quorum qualificado”¹⁵² para que uma assembleia de acionistas possa deliberar sobre determinados assuntos da sociedade, que já havia sido tratada pela Lei nº. 9.457/97, foi enfocada com vigor pela Lei nº. 10.303/01. As questões em que a Lei exige o quorum qualificado abrangem o aumento de ações preferenciais ou criação de novas classes de ações, a introdução de alterações nas preferências e vantagens de uma dada classe de ações preferenciais, a redução dos dividendos obrigatórios, a cisão, fusão ou incorporação da companhia por outra, a participação em grupo de empresas, a mudança do objeto da sociedade, a cessação da liquidação da companhia, a criação de partes beneficiárias e, por fim, a dissolução da companhia.

A Lei nº. 10.303/01 também estabeleceu uma série de disciplinas para o funcionamento dos órgãos colegiados das companhias, com o objetivo de ampliar a transparência da gestão dessas empresas.

¹⁵⁰ Denominado tecnicamente como *tag along*.

¹⁵¹ A *golden share* foi introduzida durante o processo de privatizações no Reino Unido e confere ao controlador da companhia que está sendo desestatizada poderes especiais, fixados em estatuto, permitindo inclusive que sejam vetadas decisões de assembleia Geral em assuntos determinados.

¹⁵² Denomina-se *quorum qualificado* a exigência de que acionistas representando no mínimo 50% das ações com direito a voto aprovem determinadas decisões formuladas em assembleia geral.

2.2.5.3 Nova Lei de Falências

O sistema falimentar é um dos pilares para o avanço social e econômico de um país, já que busca a preservação das empresas e, conseqüentemente, dos empregos por elas gerados.

O regime falimentar brasileiro havia sido criado através do Decreto-Lei 7.661, de 21 de junho de 1945. Esse regime era considerado defasado, por não dar o suporte necessário para a recuperação econômico-financeira das empresas insolventes, deixando o processo de recuperação muito oneroso, tanto para empresa quanto para os funcionários, fornecedores e credores. Quando entrou em vigor, essa lei era condizente com o contexto no qual o país estava inserido. No entanto, as mudanças ocorridas, desde sua sanção, nas esferas civil, trabalhista e tributária acabaram por deixá-la incompatível com as necessidades atuais do mercado.

A necessidade de um eficiente sistema de falências deve-se ao fato de proporcionar um aumento de produtividade e de estabilidade econômica, inibindo riscos e custos de todos *stakeholders*¹⁵³.

Além disso, proporciona ao sistema financeiro um ambiente menos volátil e menos suscetível a riscos, com possibilidade de redução dos juros praticados no mercado, o que possivelmente elevaria a oferta de crédito.

A preservação de empresas ineficientes, que não se utilizam adequadamente dos recursos disponibilizados, reduz a oferta de crédito a outras empresas, que poderiam utilizá-lo de forma mais produtiva. Além disso, a interdependência entre diferentes segmentos econômicos provoca uma reação em cadeia, que pode resultar numa crise econômica generalizada.

No passado, a falência e a concordata eram os únicos instrumentos para intervenção em empresas deficitárias. A primeira corresponde à liquidação judicial, enquanto a segunda era uma forma de auxílio a empresas com dificuldades transitórias.

¹⁵³ No estudo sobre as companhias de capital aberto, também chamadas de *public companies* nos Estados Unidos, denomina-se como *stakeholders* o grupo formado por clientes, fornecedores, acionistas e colaboradores de uma dada organização, que é afetado pelos atos de gestão praticados na mesma.

Essa última poderia ser preventiva, ou seja, solicitada assim que a dificuldade é identificada. Podia também ser suspensiva, quando, durante o processo de falência, verificava-se a capacidade de reestruturação da empresa.

Quando era decretada a falência de uma empresa, o juiz nomeava um síndico, que deveria ser escolhido entre os maiores credores da empresa falida. Esta, então, tinha de ser fechada e lacrada, o que impedia seu funcionamento, ocasionando aumento do desemprego e deterioração de seus ativos tangíveis e intangíveis¹⁵⁴, já que a imagem da empresa era profundamente afetada.

Feito isso, o síndico se responsabilizava por realizar o levantamento dos bens e ativos da massa falida que, em virtude de eventual concordata suspensiva, não podiam ser vendidos para saldar suas dívidas. Isso só ocorria após a apuração do quadro de devedores, que devido à burocracia judicial tornava-se muito lenta, prejudicando ainda mais a empresa falida, em virtude da depreciação e obsolescência de seus bens.

Outro fator agravante para a recuperação da organização em dificuldades se dava em relação à prioridade de recebimento dos créditos pelos diferentes credores. Conforme definido no DL 7.661/45, os primeiros créditos a serem pagos deveriam ser os trabalhistas e tributários, sendo que apenas depois de quitados esses créditos é que haveria possibilidade de liquidação dos valores devidos aos demais credores.

Por outro lado, com relação a esses últimos, havia também um processo de ordenação dos compromissos devidos pela empresa em processo falimentar, com ênfase para detentores de garantias reais¹⁵⁵

¹⁵⁴ Denomina-se como ativo tangível todo o conjunto de imóveis, instalações e equipamentos produtivos de uma empresa, enquanto que os ativos intangíveis envolvem a marca ou marcas utilizadas, bem como a tecnologia que se acha presente nos processos produtivos empregados.

¹⁵⁵ Denomina-se garantia real aquela que envolve uma hipoteca, penhor ou alienação fiduciária de um dado ativo fixo ou semovente, ou, alternativamente, a caução de um título de crédito a favor do credor.

relativamente àqueles que contassem com garantias quirografárias¹⁵⁶. Isso contribuía para que houvesse uma falta de interesse por parte desses agentes econômicos, na maioria dos casos com baixa prioridade no processo de recebimento.

Ao mesmo tempo, o pagamento privilegiado de dívidas trabalhistas e com o fisco dava margem a fraudes, já que não havia um acompanhamento e fiscalização por parte da maioria dos outros agentes econômicos que porventura detivessem créditos junto à massa falida.

Assim, a falência era tida como o último recurso a ser utilizado com o intuito de reaver os créditos concedidos, sendo que grande parte dos credores optava por antecipar o recebimento de seus débitos através de mecanismos fora da esfera judicial.

O pedido de falência era visto mais como uma ameaça que o credor fazia à empresa insolvente com o intuito de reaver, pelo menos uma parte da dívida. Por outro lado, se a falência viesse a ser requerida, e posteriormente homologada, dificilmente os credores recebiam o que de fato lhes cabia. O único benefício que a decretação de falência proporcionava ao credor era de ordem fiscal, pois permitia a dedução dos créditos perdidos no imposto de renda da empresa credora.

Por outro lado a concordata, um instrumento teoricamente de auxílio na recuperação de empresas, acabava não funcionando na prática, devido a suas limitações e rigidez. O prazo de pagamento das dívidas sem garantia real era postergado em até dois anos, dificultando a negociação, em detrimento dos credores que detivessem garantias reais. Além disso, acabava funcionando como um “favor legal”, já que a concordata preventiva era facilmente concedida por um juiz, sem uma formalização processual, ou, até mesmo, conhecimento dos credores.

Em consequência do exposto, a concordata não atendia às reais necessidades de recuperação da empresa, contemplando basicamente os credores responsáveis pelo fornecimento de insumos diretamente atrelados

¹⁵⁶ A garantia quirografária é pessoal, sendo constituída por aval ou fiança de pessoa(s) física(s) ou jurídica(s).

à produção. Esse grupo de credores tinha uma clara vantagem sobre os demais, na medida em que detinha um maior poder de barganha *vis-à-vis* seus devedores, pois, na falta de pagamento, deixariam de fornecer matérias primas ou material secundário e de embalagem, inviabilizando a continuidade da produção.

Por outro lado, a concordata dificilmente facilitava a recomposição de créditos de curso anormal que uma dada empresa mantivesse junto a instituições financeiras. Na maioria dos casos, a concordata servia apenas para postergar o pedido de falência da empresa. Ao devedor restava apenas um ganho de tempo até a real liquidação, além de um período de carência, que possibilitaria a realização de acordos fora do âmbito judicial.

Em suma, a antiga legislação do sistema falimentar nacional era baseada em uma realidade econômica há muito superada, permitindo, basicamente, dois instrumentos para lidar com as empresas que se encontravam com dificuldades financeiras: a falência e a concordata.

A primeira era o instrumento de liquidação judicial utilizado para lidar com empresas insolventes, ou seja, que possuem um passivo maior que o ativo, enquanto a segunda se constituía no instrumento para empresas com dificuldades transitórias de endividamento.

Em decorrência, os processos falimentares tornavam-se muito onerosos e demorados, promovendo um mercado de crédito caro e escasso no Brasil, situação essa que já é amplamente conhecida, sobretudo pela dificuldade de recuperação das garantias concedidas nas transações entre credores e devedores.

Com o intuito de sanar as deficiências da antiga Lei e suas restrições práticas, no ano de 1993 foi apresentado pelo Poder Executivo ao Congresso Nacional o Projeto de Lei 4.376/93, que propõe a “recuperação e liquidação de devedores pessoas jurídicas e pessoas físicas que exerçam atividades econômicas”. No entanto, somente após dez anos da proposta inicial é que o Projeto de Lei foi colocado em votação na Câmara dos Deputados, e, por fim, aprovado.

Considerando o objetivo de crescimento sustentável da economia nacional e, por conseguinte, das empresas brasileiras, além de sua estreita relação com o mercado de crédito, tal fato mostra-se como um avanço institucional muito significativo. A abrangência da legislação falimentar sobre o mercado de crédito se dá, sobretudo, por meio de mecanismos de punição e de incentivos, visando minimizar as perdas econômicas, financeiras e sociais atribuídas aos processos de insolvência, ora aumentando a probabilidade de recuperação de empresas, ora criando mecanismos mais eficientes de liquidação para empresas falidas. A partir disso, consegue-se preservar empregos, dificultar rupturas econômicas maiores e maximizar a realização de ativos tangíveis e intangíveis.

O objetivo da nova Lei de Falências está descrito no seu Art.47, conforme segue:

“Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.”

A nova lei de falências promove um melhor equilíbrio na relação credor-devedor e, portanto, atua no sentido do desenvolvimento do mercado de crédito. Foram redefinidas: a) a criação dos regimes de recuperação judicial e extrajudicial, b) a exigência de criação de comitês e/ou assembleias de credores, c) a prioridade da venda em bloco da empresa falida, d) a elevação da prioridade dos créditos com garantia real, e, finalmente, e) a limitação do privilégio dos créditos trabalhistas. Por outro lado, ficou restringida a possibilidade de fraudes e apropriação da massa por ex-administradores.

Cada um dos aspectos citados contribui para que haja uma maior cooperação entre credor-devedor, que exista uma estrutura mais eficiente de

incentivos e, por conseqüência, que se verifique uma maior eficácia no regime de liquidação, possibilitando um mercado de crédito mais ativo, diminuindo seu custo e aumentando seu volume.

De acordo com nova lei, denominada Lei de Recuperação de Empresas, fica extinta a concordata, que há muito já não era utilizada para o seu verdadeiro fim, a recuperação efetiva de uma empresa.

O novo instrumento legal permite à empresa com dificuldades financeiras, desde que estas sejam reconhecidas pelo Poder Judiciário, a possibilidade de ter a sua viabilidade econômica analisada por meio da apresentação de um plano de recuperação. O plano de recuperação judicial está descrito no art. 53 da Nova Lei de Falências:

“Art. 53. O plano de recuperação será apresentado pelo devedor em juízo no prazo improrrogável de 60 (sessenta) dias da publicação da decisão que deferir o processamento da recuperação judicial, sob pena de convolação em falência, e deverá conter: I – discriminação pormenorizada dos meios de recuperação a ser empregados; II – demonstração de sua viabilidade econômica; III – laudo econômico-financeiro e de avaliação dos bens e ativos do devedor, subscrito por profissional legalmente habilitado ou empresa especializada”.

Com a aprovação da Lei de Falências e sua entrada em vigência, esse plano não fica restrito somente à esfera legal, mas possibilita a abertura para realização de acordos entre devedores e credores. Caso haja acordo entre as partes, o Judiciário deverá homologar o plano e, na negativa, será decretada a falência da empresa. O processo de recuperação será acompanhado pelo juiz pelo prazo de dois anos. Neste período, havendo descumprimento do acordado em Assembléia de Credores, será decretada a falência do devedor.

Um grande avanço da Lei refere-se à falência, com a possibilidade da imediata realização do ativo, ou seja, a venda dos bens arrecadados do

falido, priorizando sua venda em blocos, preservando-se assim, o fundo de comércio. Trata-se de uma medida inovadora, uma vez que, pela antiga legislação, a venda dos bens somente ocorreria após a formação do quadro geral de credores, prolongando em demasia o início dessa fase de suma importância.

Outro ponto que merece ser salientado é a questão dos “créditos *extraconcursais*”. Além de outros, estão inseridos neste âmbito os créditos adquiridos durante o plano de recuperação, porém, não sujeitos a este. Desse modo, caso eventualmente venha a ser decretada a falência do devedor, o credor terá o direito de receber o crédito com prioridade, inclusive sobre os créditos trabalhistas, medida essa que visa a efetiva recuperação da empresa que, mesmo enfrentando dificuldades financeiras, terá diminuído os riscos de concessão de crédito a seu favor. A nova Lei de Falências, em seu artigo 67, estabelece:

“Art. 67. Os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial, inclusive aqueles relativos a despesas com fornecedores de bens ou serviços e contratos de mútuo, serão considerados extraconcursais, em caso de decretação de falência, respeitada, no que couber, a ordem estabelecida no art. 83 desta Lei.”

Em síntese, a nova lei de falências vem promover, mesmo que tardiamente, mudanças significativas na arcaica legislação falimentar brasileira, contribuindo, sobretudo, para um desenvolvimento no mercado de concessão de crédito, diminuindo os riscos inerentes a esse setor econômico.

2.2.6 Governança Corporativa

A ocorrência de escândalos corporativos¹⁵⁷ nos países desenvolvidos a partir de 2000 provocou uma grande preocupação com a questão da transparência e correção das informações que as companhias abertas devem prestar ao mercado e a seus acionistas.

Mundialmente foram estabelecidos princípios que visam aumentar o valor da sociedade para seus acionistas, colaboradores, clientes e fornecedores, melhorar seu desempenho operacional, facilitar o acesso a fontes de recursos mais baratas e contribuir para sua perenidade. Esses princípios recebem o nome de “governança corporativa”.

Nos Estados Unidos, uma lei¹⁵⁸ estabeleceu princípios obrigatórios que devem ser seguidos por todas as empresas abertas que tenham ações ou títulos de dívida negociados nas bolsas de valores daquele país. Esses princípios passaram a sofrer um processo de universalização, alcançando todas as companhias abertas que, sediadas em qualquer país, tenham seus títulos negociados nos Estados Unidos.

No Brasil os princípios de governança corporativa ainda não foram objeto de regulamentação específica, seja em diploma legal, seja através de ato normativo da CVM. No entanto, desde 1999 o mercado de capitais já conta com um código de conduta relativo a estes aspectos, como consequência da ação do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, instituição privada criada em 1995.

Esse código de conduta, inspirado em princípios de transparência, equidade, prestação de contas¹⁵⁹ e responsabilidade corporativa, acha-se

¹⁵⁷ Nos Estados Unidos ocorreram problemas com fraudes contábeis relativas a demonstrativos de várias empresas, sendo que a empresa de energia Enron e a gigantesca operadora de telefonia World Comm foram à falência. O episódio Enron envolveu a participação da empresa de auditoria independente Arthur Andersen, uma das cinco maiores do setor em termos mundiais, que também não resistiu ao escândalo e fechou suas portas. Na Itália, o mesmo tipo de problema, relativo a fraudes de natureza contábil e “maquiagem” de balanços e demonstrativos de resultado, gerou a falência da empresa Parmalat.

¹⁵⁸ Sarbanes-Oxley Act, de 2001.

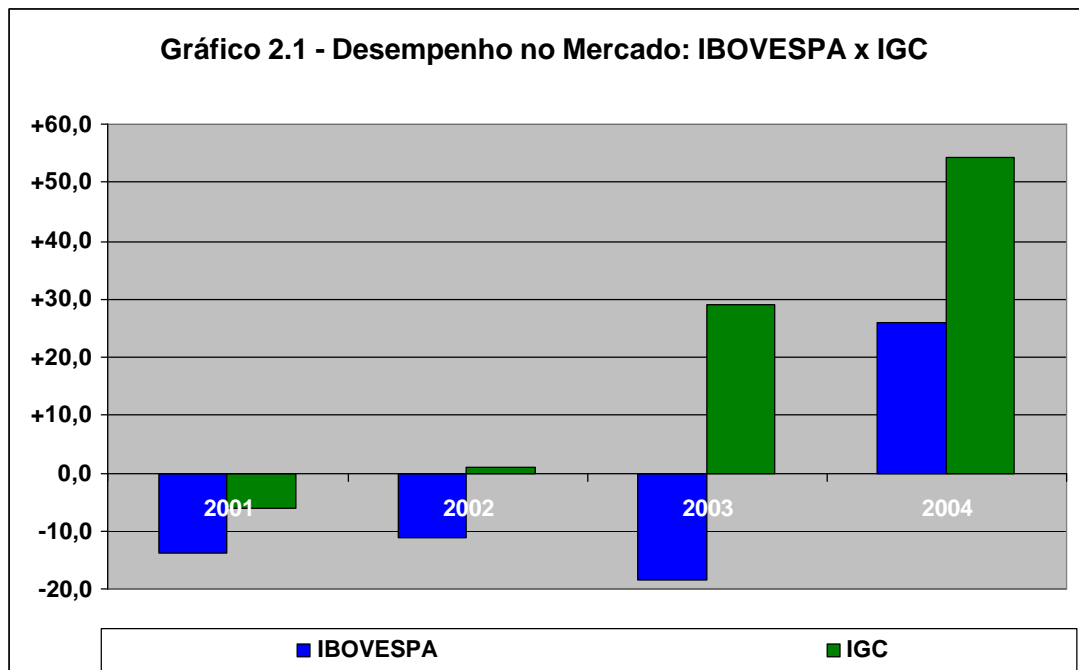
¹⁵⁹ A questão da prestação de contas recebe, internacionalmente, a denominação de *accountability*.

dividido em seis capítulos. Estes tratam da propriedade e direitos dos acionistas, normas relativas ao funcionamento do Conselho de Administração, gestão, procedimentos de auditoria independente, regras para o funcionamento do Conselho Fiscal e, finalmente, disposições relativas a normas de conduta e para dirimir ou eliminar conflitos de interesse.

Em 2001, a Bolsa de Valores de S. Paulo – BOVESPA, passou a classificar as companhias abertas, que se achavam listadas em seu pregão e que adotavam práticas de governança corporativa, em três grupos: nível 1, nível 2 e novo mercado. A distinção decorre do grau de adesão das companhias abertas constantes do grupo às normas de governança corporativa, sendo importante destacar que os níveis 1 e 2 compreendem empresas que se acham em processo mais ou menos adiantado de incorporação dos princípios de governança à sua gestão.

As companhias abertas enquadradas no chamado “novo mercado” são aquelas que praticam todas as recomendações de governança corporativa, sendo portanto mais transparentes e mantendo um padrão de gestão mais aberto.

A evolução dos negócios no mercado secundário desde junho de 2001 até dezembro de 2004 evidencia a importância dada pelos investidores a essas práticas, como pode ser constatado através do gráfico 2.1.



Fonte: BOVESPA

O gráfico procura comparar o desempenho apresentado no mercado secundário pelas ações das diversas companhias abertas, no período compreendido entre 2001 e 2004. Pode-se constatar que as cotações das empresas listadas no “novo mercado” apresentaram um desempenho superior, com suas cotações registrando valorização sempre superior às das companhias que ainda não incorporaram as práticas de governança corporativa.

CAPÍTULO III
A ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO 1964/2004
AS RELAÇÕES ENTRE DESENVOLVIMENTO
FINANCEIRO E CRESCIMENTO ECONÔMICO

Neste capítulo busca-se atender a dois objetivos seqüentes. De um lado, procura-se mostrar, de forma cronológica, a evolução da economia brasileira durante o período de 1964 a 2004, separando-o em duas fases distintas, que correspondem respectivamente ao período do regime autoritário (1964 a 1984) e às duas décadas que se seguem à re-instauração do regime democrático no país.

O segundo ponto diz respeito aos fundamentos teóricos deste trabalho. São apresentadas as conclusões dos diferentes autores que trataram das relações entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico.

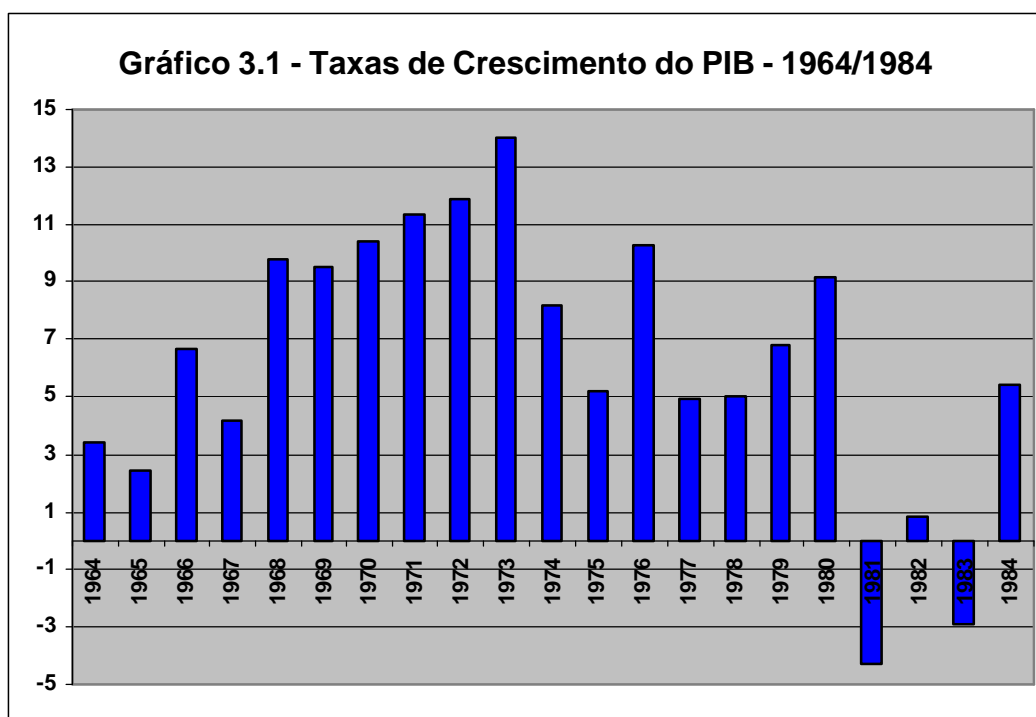
3.1 A EVOLUÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE 1964 E 1984

O percurso trilhado pela economia brasileira entre 1964 e 1984 pode ser descrito, em termos genéricos, como a afirmação do potencial de crescimento econômico do país, ainda que em ritmos bastante distintos. É também o amadurecimento de uma estrutura econômica que, iniciada após a crise de 1929, cresceu bastante durante o período dos anos 1930 e 1940 para ganhar maior vigor e velocidade de crescimento no decorrer da década de 1950.

3.1.1 Crescimento do Produto

O gráfico 3.1 mostra as taxas anuais de crescimento do PIB da economia brasileira, durante o período compreendido entre 1964 e 1984.

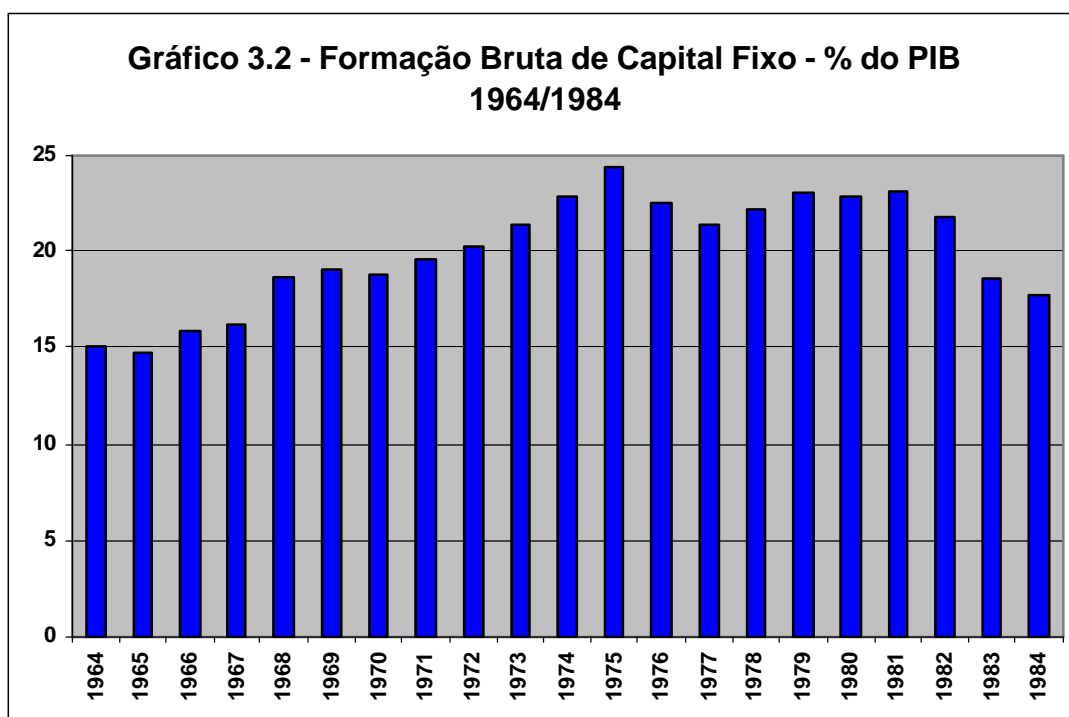
Pode-se verificar que ocorreu um grande crescimento do produto até 1980, sendo que a fase mais brilhante se situa entre 1968 e 1973. A ocorrência do primeiro choque do petróleo naquele ano fez com que o ritmo de crescimento se reduzisse a partir de 1974, ainda que mantendo um nível médio superior a 7% ao ano no período subsequente, até 1980.



Fonte: IBGE/BNDES

A partir do segundo choque do petróleo, de 1979, agravado pela crise da elevação dos juros internacionais que ocorreu entre 1981 e 1982, o desempenho da economia brasileira sofreu uma interrupção, registrando-se taxas anuais negativas de crescimento do PIB em 1981 e 1983. Assim, no período situado entre 1981 e 1984, a economia sofreu um decréscimo de produto da ordem de -1%, o que serviu para aguçá os problemas sociais e o nível de desemprego.

Quando se analisa o crescimento da produção por setores, verifica-se que uma configuração mais moderna, com um setor terciário mais forte, já se encontrava em andamento. Considerando as taxas de crescimento da economia como um todo e as taxas de crescimento setorial verificadas entre 1971 e 1984, constata-se que a evolução do PIB se fez a uma taxa média de 6,1% a.a., muito semelhante àquela verificada no setor industrial (6,08% a.a.), mas superior à media de crescimento verificada na produção agrícola (4,15% a.a.). Já durante esse período, no entanto, o setor mais dinâmico da economia brasileira foi o terciário, com crescimento médio anual de 7,06%. Durante o período de vinte e um anos compreendido entre 1964 e 1984 ocorreu um forte ritmo de crescimento dos investimentos na economia.



Fonte: IBGE

O gráfico 3.2 apresenta as taxas de formação bruta de capital fixo correspondentes ao período. Pode-se verificar que ocorreu uma aceleração no processo de formação de capital na economia a partir de 1968, que se intensificou a partir de 1973 e se manteve em patamares superiores a 20% ao ano até 1982. Assim, para o período todo pode ser observada uma taxa de investimentos da ordem de 20% ao ano em termos médios, o que explica os resultados expressivos alcançados em termos de crescimento do produto interno bruto durante o período.

No entanto, considerando que a poupança agregada era insuficiente para manter esse elevado nível de investimentos, deve-se observar que isso decorreu de uma estratégia de endividamento externo praticada a partir de 1967 e que se acelerou durante a fase subsequente ao primeiro choque do petróleo. Esses recursos foram captados em grande escala durante a execução do II Plano Nacional de Desenvolvimento, ocasionado uma expansão da dívida externa brasileira, como se verá mais adiante.

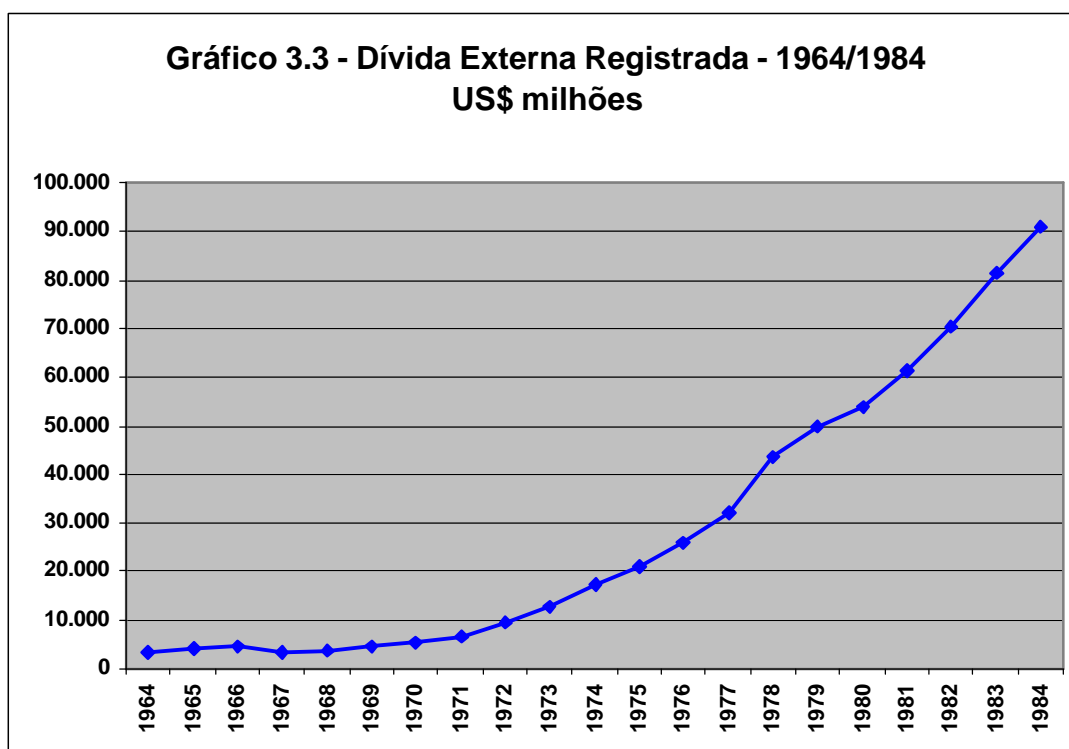
3.1.2 Evolução da Dívida Externa e da Dívida Interna

Durante o período compreendido entre 1976 e 1980, o governo adotou uma forte estratégia de substituição de insumos básicos, realizando um ambicioso programa de investimentos nos setores de energia (petróleo, álcool, hidrelétrico e nuclear), de petroquímica, de transportes e de indústria de base. Havia, na ocasião, um ambiente externo muito favorável em termos de liquidez no mercado do eurodólar, causado tanto pelo enorme afluxo de dólares provenientes das receitas auferidas pelos países produtores de petróleo, como pela diminuta demanda por esses recursos por parte dos países desenvolvidos, que se encontravam em recessão.

Nessas condições, o país contraiu uma dívida em moeda estrangeira que se achava referenciada a taxas variáveis. O valor da dívida externa cresceu substancialmente até 1980, correspondendo aos vultosos investimentos que se achavam em curso.

A partir de 1980/81 ocorreu uma importante mudança no patamar das taxas internacionais de juros. As taxas vigentes no mercado bancário de Londres, que haviam se mantido em um nível baixo durante a segunda metade dos anos 1970, foram bruscamente elevadas pela entrada dos Estados Unidos no mercado internacional de dívida.

Entre 1978 e 1982 o crescimento da dívida externa registrada brasileira se deveu muito mais à rolagem de empréstimos contraídos anteriormente, do que em virtude da efetiva entrada de novos recursos. O gráfico 3.3 mostra a evolução da dívida externa durante o período.

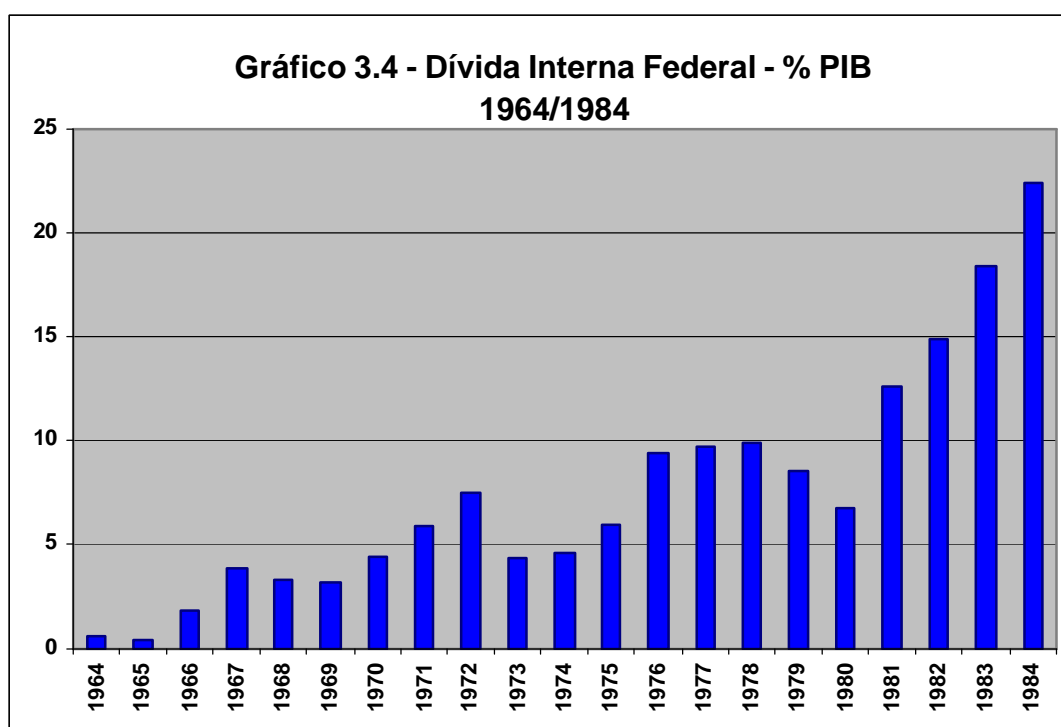


Fonte: Bacen

Após a moratória mexicana de setembro de 1982, ficou extremamente difícil continuar financiando os déficits de conta-corrente do balanço de pagamentos e os déficits orçamentários, com recursos captados no mercado externo. Em consequência, o governo passou a buscar financiamentos no mercado interno.

O crescimento da dívida pública do governo federal neste período foi ainda mais estimulado em virtude da política que passou a ser adotada no setor externo, de obter superávits comerciais crescentes como meio de recompor as reservas internacionais que estavam em um nível muito baixo.

A política de superávits comerciais crescentes exigia que o Banco Central pudesse pagar os exportadores em moeda nacional, o que provocou uma expansão da dívida interna e, ao mesmo tempo, o crescimento da inflação. O gráfico 3.4 mostra a evolução da dívida interna federal.



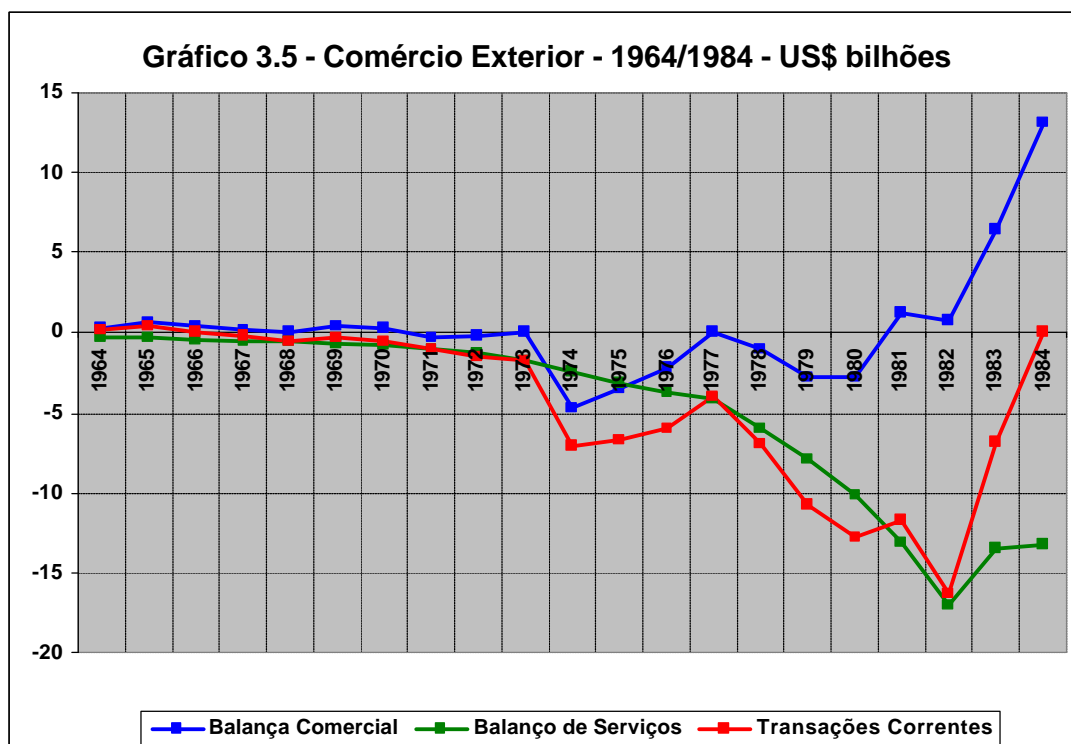
Fonte: Bacen

Em consequência do exposto, ocorreu a partir de 1981 um crescimento abrupto da dívida interna, que passou de um nível inferior a 10% do PIB no período imediatamente anterior, para um patamar recorde de 22,4% em 1984.

3.1.3 Comércio Exterior

O comportamento do comércio exterior brasileiro também apresentou mudanças significativas durante o período considerado, como reflexo dos dois choques de preços no petróleo e consequente redução do nível de crescimento da economia mundial.

O gráfico 3.5 mostra a evolução do comércio exterior brasileiro durante o período. Pode-se verificar que anteriormente ao primeiro choque do petróleo a conta-corrente do balanço de pagamentos mostrava-se ligeiramente deficitária, como consequência dos déficits acumulados pela conta de serviços, enquanto que a balança comercial apresentava-se equilibrada.



Fonte: MDIC – SECEX/DEPLA

A partir de 1974 passou a ocorrer uma situação deficitária na balança de comércio decorrente das importações de petróleo e da redução no ritmo de crescimento das exportações de mercadorias. Essa redução foi causada pela redução no nível de atividade econômica dos países desenvolvidos. A esse déficit somou-se um forte e crescente déficit de serviços, o que provocou seguidos déficits em transações correntes.

O déficit acumulado em conta-corrente ascendeu a US\$ 54,4 bilhões durante o período compreendido entre 1974 a 1980, tendo sido compensado pela entrada de recursos na conta-capital no montante de US\$ 53,5 bilhões, a maioria dos quais correspondeu à tomada de financiamentos junto a bancos internacionais, no euro-mercado.

No quadro 3.1 é apresentada a evolução das contas externas brasileiras, com destaque para as importações de petróleo, que foram responsáveis pela grande deterioração da balança comercial.

Quadro 3.1					
Comércio Exterior Brasileiro - 1964/1984 - US\$ milhões FOB					
Ano	Saldo Comercial	Exportações	Importações	Petróleo	%
1964	344	1.430	1.086	180	16,61
1965	655	1.596	941	154	16,38
1966	438	1.741	1.303	166	12,73
1967	213	1.654	1.441	154	10,66
1968	26	1.881	1.855	204	11,00
1969	378	2.311	1.933	204	10,55
1970	232	2.739	2.507	236	9,42
1971	-341	2.904	3.245	327	10,08
1972	-244	3.991	4.235	409	9,66
1973	7	6.199	6.192	711	11,48
1974	-4.690	7.951	12.641	2.840	22,47
1975	-3.540	8.670	12.210	2.875	23,55
1976	-2.255	10.128	12.383	3.613	29,18
1977	97	12.120	12.023	3.814	31,72
1978	-1.024	12.659	13.683	4.220	30,84
1979	-2.839	15.244	18.083	6.403	35,41
1980	-2.823	20.132	22.955	9.899	43,12
1981	1.202	23.293	22.091	10.989	49,75
1982	780	20.175	19.395	10.214	52,66
1983	6.470	21.899	15.429	8.146	52,80
1984	13.090	27.005	13.916	6.891	49,52

Fonte: MDIC - SECEX/DEPLA - dados de comércio exterior. Para petróleo, PETROBRÁS.

Pode-se verificar que, após o primeiro choque do petróleo, as importações mais que dobraram, atingindo o montante de US\$ 12,6 bilhões em 1974, patamar que foi mantido até 1977. Somente neste ano é que as exportações lograram atingir um nível semelhante ao das importações.

Outro aspecto importante reside no efeito do segundo choque de preços dos combustíveis, quando as importações novamente registraram grande acréscimo, passando de US\$ 13,7 bilhões em 1978, para mais de US\$ 18 bilhões, em 1979.

Na realidade a redução das importações somente ocorreu a partir de 1982, em virtude da recessão que se seguiu ao início da crise da dívida, provocada pela moratória mexicana e também pelo fechamento do mercado internacional de empréstimos ao Brasil.

Considerando a participação do petróleo no total das importações, pode-se verificar que ocorreu nas duas ocasiões

mencionadas (1974 e 1979) uma elevação dessa participação. Após o primeiro choque do petróleo, verifica-se que as importações sofreram um incremento de 299%, passando de pouco mais de US\$ 700 milhões para mais de US\$ 2.800 milhões.

O mesmo efeito foi sentido por ocasião da segunda crise de preços dos combustíveis, em 1979. Entre 1978 e o ano subsequente ocorreu um crescimento de quase 52% no dispêndio com importação de combustíveis, seguido de outra elevação de quase 55% entre 1979 e 1980. Assim, entre 1978 e 1980, o dispêndio de recursos com a conta petróleo elevou-se em 134,5%.

Ao mesmo tempo, é importante destacar a grande alteração no comércio exterior brasileiro durante o período. Em primeiro lugar, deve-se ressaltar o grande crescimento das exportações, que saltaram de um total de pouco mais de US\$ 1,4 bilhão em 1964, para mais de US\$ 27 bilhões, em 1984, com um crescimento de 1.828,6% durante as duas décadas.

Por outro lado, ocorreu também uma modificação importante na composição da pauta de exportações. O Brasil, que era um país essencialmente produtor de produtos primários e matérias primas em 1964, com mais de 85% de suas exportações constituídas por produtos básicos, chegou a 1984 com uma grande modificação estrutural de seu comércio exterior.

Ocorreu um extraordinário acréscimo nas exportações de produtos manufaturados, que passaram de um valor total de US\$ 89 milhões em 1964, para US\$ 15.132 milhões em 1984, correspondendo a um acréscimo superior a 16.900% no período. Os produtos básicos, registraram um acréscimo de 613,02% no valor exportado, enquanto que os semi-manufaturados cresceram 2.397,39%. Os dados se acham colocados no quadro 3.2.

Quadro 3.2 Exportações Brasileiras por Valor Agregado - 1964 a 1984 US\$ milhões FOB							
Ano	Básicos	Semi	Manufat.	Total	% do Total		
					Básicos	Semi	Manufat.
1964	1.221	115	89	1.430	85,4	8,0	6,2
1965	1.301	154	130	1.595	81,6	9,7	8,2
1966	1.444	141	152	1.741	82,9	8,1	8,7
1967	1.302	147	196	1.654	78,7	8,9	11,9
1968	1.492	178	202	1.881	79,3	9,5	10,7
1969	1.796	211	284	2.311	77,7	9,1	12,3
1970	2.049	249	416	2.738	74,8	9,1	15,2
1971	1.988	241	581	2.904	68,5	8,3	20,0
1972	2.649	399	898	3.991	66,4	10,0	22,5
1973	4.030	574	1.434	6.199	65,0	9,3	23,1
1974	4.577	917	2.147	7.951	57,6	11,5	27,0
1975	5.027	849	2.585	8.670	58,0	9,8	29,8
1976	6.129	842	2.776	10.128	60,5	8,3	27,4
1977	6.959	1.044	3.840	12.120	57,4	8,6	31,7
1978	5.978	1.421	5.083	12.659	47,2	11,2	40,2
1979	6.553	1.887	6.645	15.244	43,0	12,4	43,6
1980	8.488	2.349	9.028	20.132	42,2	11,7	44,8
1981	8.920	2.116	11.884	23.293	38,3	9,1	51,0
1982	8.238	1.433	10.253	20.175	40,8	7,1	50,8
1983	8.535	1.782	11.276	21.899	39,0	8,1	51,5
1984	8.706	2.872	15.132	27.005	32,2	10,6	56,0

Fonte: MDIC – SECEX/DEPLA

Os produtos manufaturados, que correspondiam a 6,2% da pauta de exportações em 1964, passaram a responder por 56% desse total duas décadas depois. Essa modificação estrutural é como que uma reação retardada ao processo de substituição de importações. Esse processo, que havia ocorrido ao longo das duas décadas imediatamente anteriores, não havia contribuído para modificar o perfil da pauta de exportações até então.

O crescimento das exportações de manufaturados e de sua participação na pauta, ocorreu em conseqüência de crescentes incrementos na competitividade que caracterizaram o comportamento da indústria brasileira durante os anos 1970. A esses incrementos de produtividade juntou-se um conjunto de ações adotado pelo governo a partir de 1967, no sentido de fortalecer as exportações e permitir uma maior inserção do país nos mercados externos.

A primeira medida neste sentido foi adotada na política cambial, quando se introduziram as chamadas “mini-desvalorizações”. Tratava-se de alterar a frequência de ajuste do câmbio à desvalorização promovida pela inflação interna, que se dava apenas a cada três ou quatro meses. Na medida em que o Banco Central passou a desvalorizar o câmbio com intervalos de dez e quinze dias, foi possível manter estável a receita dos exportadores, fazendo com que houvesse um maior estímulo para a atividade.

A segunda ação adotada pelo governo no final da década de 1960 residiu na concessão de incentivos creditícios e fiscais aos exportadores. No campo do crédito foram instituídas as modalidades de pré-financiamento das exportações, o que permitiu o acesso das empresas a recursos substancialmente mais baratos que aqueles disponíveis no mercado financeiro interno e que correspondiam aos custos financeiros enfrentados pelos exportadores de outros países. Os incentivos fiscais residiram na isenção de tributos sobre os produtos exportados, mantendo-se a prática vigente nos demais mercados e permitindo, dessa forma, uma redução substancial nos preços finais dos produtos e serviços.

Também é necessário enfatizar que as exportações se aceleraram ainda mais na medida em que foram surgindo as dificuldades econômicas que acabariam por criar o impasse da dívida, no início dos anos 80. Impedido de ter acesso ao mercado financeiro internacional em virtude da moratória mexicana em setembro de 1982 e diante de inúmeras dificuldades para saldar seus compromissos externos, o país entrou num regime de uma “moratória branca”.

Diante desse quadro desfavorável, a reação do governo foi estimular o crescimento das exportações, como único meio de dispor do volume de recursos em moeda forte capaz de manter um fluxo mínimo de importações essenciais, com ênfase no petróleo.

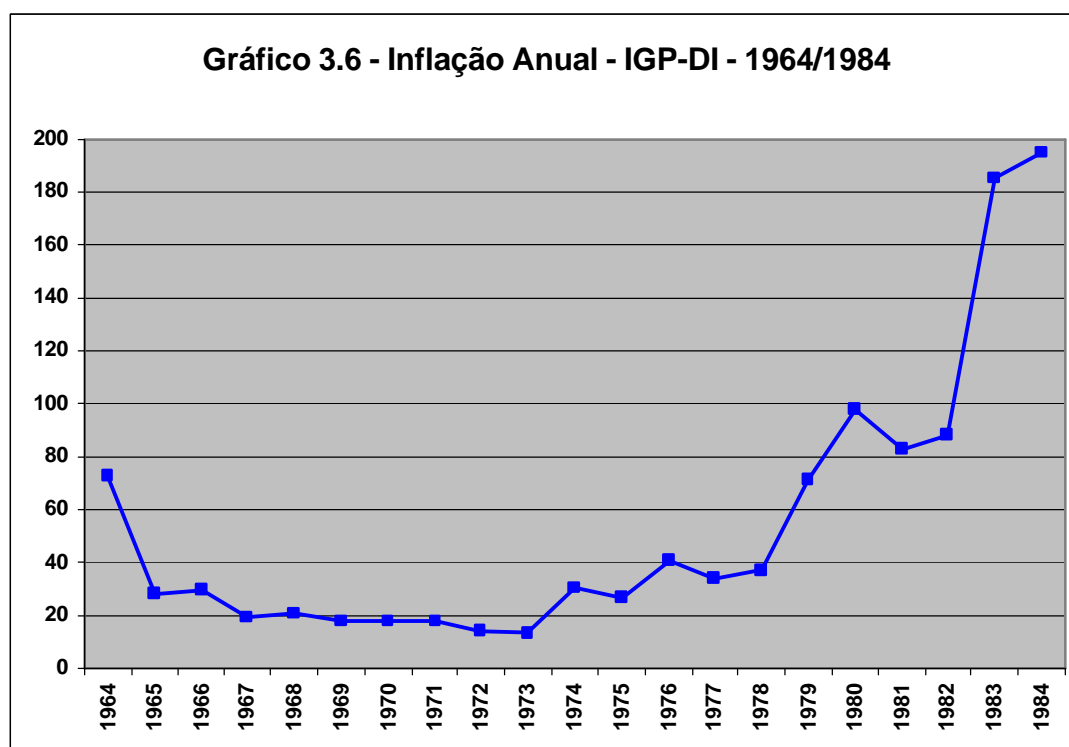
Por volta do início dos anos 1980 o país apresentava uma estrutura produtiva muito desenvolvida, semelhante àquela dos países da OCDE, porém sem dispor de capacidade tecnológica para continuar o processo de desenvolvimento industrial de forma autônoma. Esse desenvolvimento,

aliado a duas maxi-desvalorizações cambiais no curto período de 38 meses¹⁶⁰, foi um elemento essencial para a expansão das exportações brasileiras, com destaque em produtos manufaturados.

3.1.4 Comportamento do Nível Geral de Preços

A análise econômica sobre o período compreendido entre 1964 e 1984 se completa com os dados relativos à evolução da inflação.

O gráfico 3.6 mostra essa evolução ao longo do tempo, utilizando dados provenientes do IGP-DI¹⁶¹. O cálculo anual considerou os índices divulgados para o intervalo de tempo compreendido entre janeiro e dezembro de cada ano.



Fonte: FGV

¹⁶⁰ Segundo Werner Baer, op. cit. p. 117 e 123, essas alterações bruscas no valor do cruzeiro ocorreram, respectivamente em dezembro de 1979 e fevereiro de 1983. Ambas as desvalorizações foram de 30% cada uma, totalizando uma depreciação da moeda nacional em 69% nesse espaço de tempo.

¹⁶¹ Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna, calculado pela Fundação Getúlio Vargas.

Pode-se verificar que a inflação apresentou quatro comportamentos distintos durante o período considerado. Numa primeira fase, que corresponde ao intervalo compreendido entre 1964 e 1967, ocorreu uma gradual redução dos índices de crescimento anual de preços, de pouco mais de 72% ao ano para menos de 19% ao ano em 1967. Trata-se da fase de implementação do PAEG, já descrito neste trabalho como um plano de reestruturação econômica que objetivava reduzir o ritmo de inflação de forma gradual.

A seguir, a inflação manteve-se um ritmo declinante bastante suave, tendo atingido em 1973 o patamar de 13,66% ao ano, que corresponde ao menor crescimento de preços verificado durante as duas décadas analisadas. O período compreendido entre 1968 e 1973, como assinalado anteriormente, foi de grande crescimento econômico.

O primeiro choque do petróleo, em outubro de 1973, provocou uma aceleração dos preços, motivada basicamente pelo incremento verificado nos custos dos fretes, em consequência da preponderância de transportes terrestres por via rodoviária. Assim, os preços experimentaram uma subida suave mas persistente até 1978, quando registraram a marca de 37,2% ao ano.

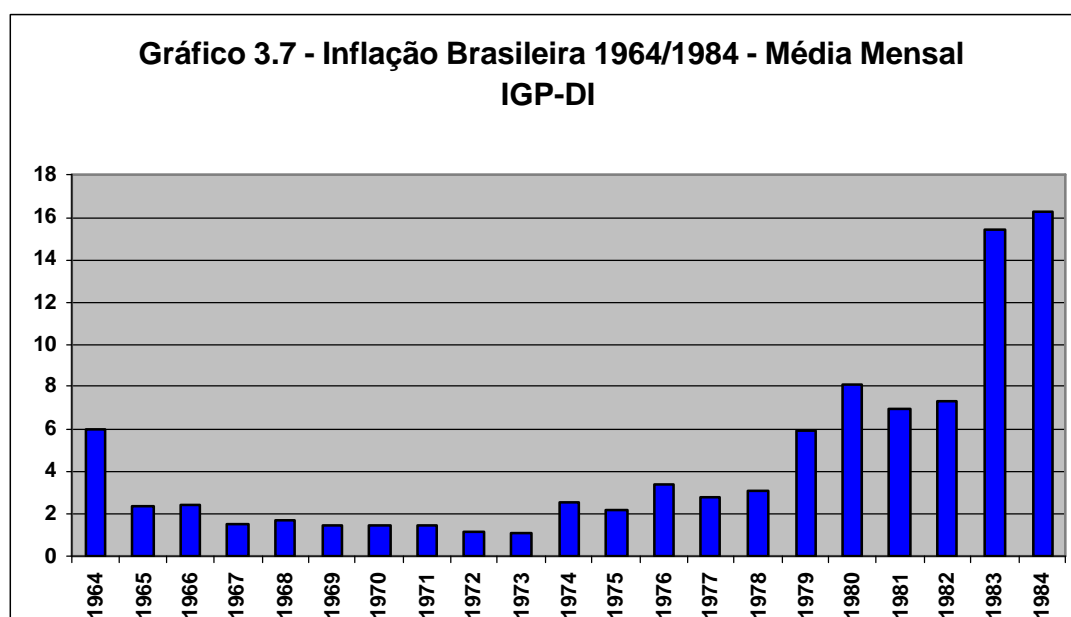
A partir de 1979, com o advento do segundo choque do petróleo e, posteriormente, em virtude do choque dos juros internacionais em 1980 e 1981 e da crise da dívida externa, a partir de 1982, a inflação saiu inteiramente de controle, atingindo um patamar situado ao redor de 200% ao ano nos três últimos anos do período.

Pode-se concluir que, a exemplo de outros indicadores já apresentados, também em relação à questão da marcha ascensional dos preços, o período correspondente à primeira metade dos anos 1980 revela um agravamento substantivo da situação econômica do país.

O processo de crescimento dos índices de inflação, descrito anteriormente, fica bastante evidente quando se analisa o comportamento dos índices médios mensais correspondentes a cada ano do período compreendido entre 1964 e 1984. Entre 1965 e 1975, ou seja, durante dez anos, a média mensal de crescimento dos preços se situou ao redor dos 2%

ao mês. Depois de registrar um crescimento de mais de 120%, passando de um nível médio mensal correspondente a 1,14% ao mês em 1973, para 2,56% e 2,21% ao mês nos anos subseqüentes, a inflação voltou a crescer entre 1976 e 1978, tendo atingido uma média mensal de 3,1% em 1978.

O gráfico 3.7 mostra a evolução da média mensal do IGP-DI durante esse período.



Fonte: FGV

A partir de 1979, em consequência do segundo choque de preços do petróleo, esse movimento ascensional se acelerou ainda mais, sendo que a inflação atingiu o nível mensal médio de 7,48% no triênio seguinte.

A segunda desvalorização cambial operada pelo governo para acelerar as exportações e conferir-lhes maior competitividade, realizada em fevereiro de 1983, provocou um agravamento da inflação, pela necessidade do Banco Central emitir títulos da dívida pública destinados a angariar os necessários recursos para os pagamentos em moeda nacional aos exportadores. Assim, a partir de 1983, os preços passaram a crescer a taxas situadas ao redor de 16% ao mês.

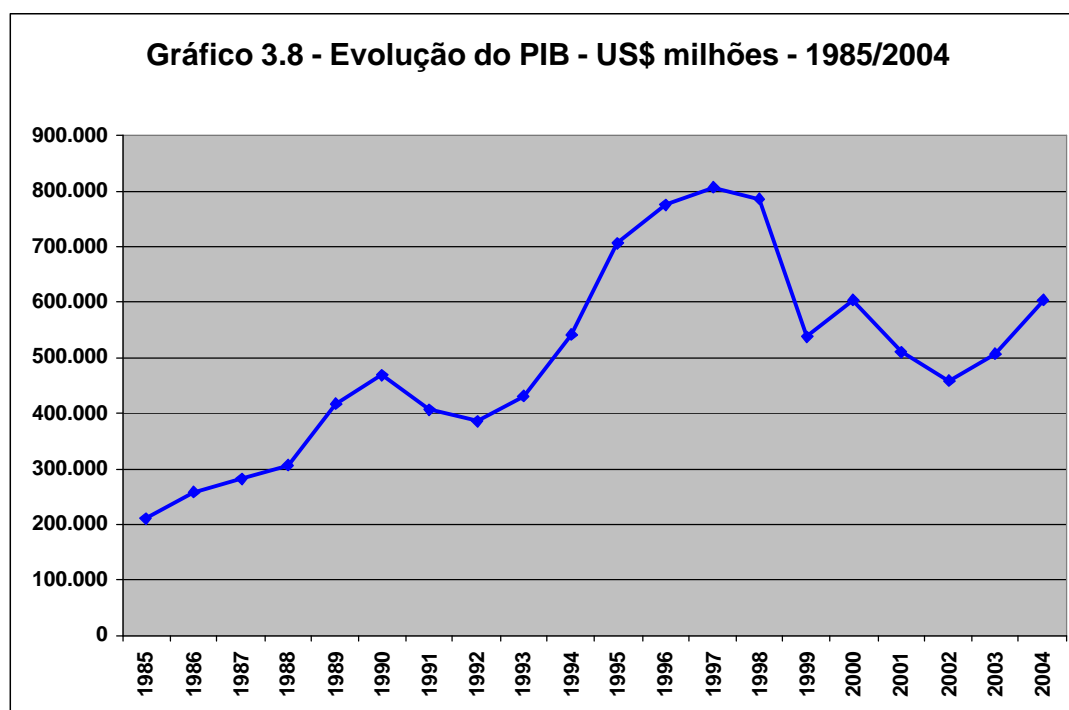
3.2 EVOLUÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE 1985 E 2004

A partir de 1985, com o encerramento do período militar e volta ao regime democrático, o desempenho da economia brasileira pode ser dividido em dois períodos com características distintas.

A primeira fase, cuja duração se estende até 1994, caracteriza-se pela aceleração da inflação e por baixos índices de crescimento do produto bruto. Na segunda etapa, a partir de 1995, a inflação sofreu uma redução considerável, mas não foi possível retomar o crescimento econômico que havia caracterizado o período dos primeiros oitenta anos do século XX.

3.2.1 Crescimento Econômico

No período compreendido entre 1984 e 2004, foi muito pequeno o crescimento econômico.



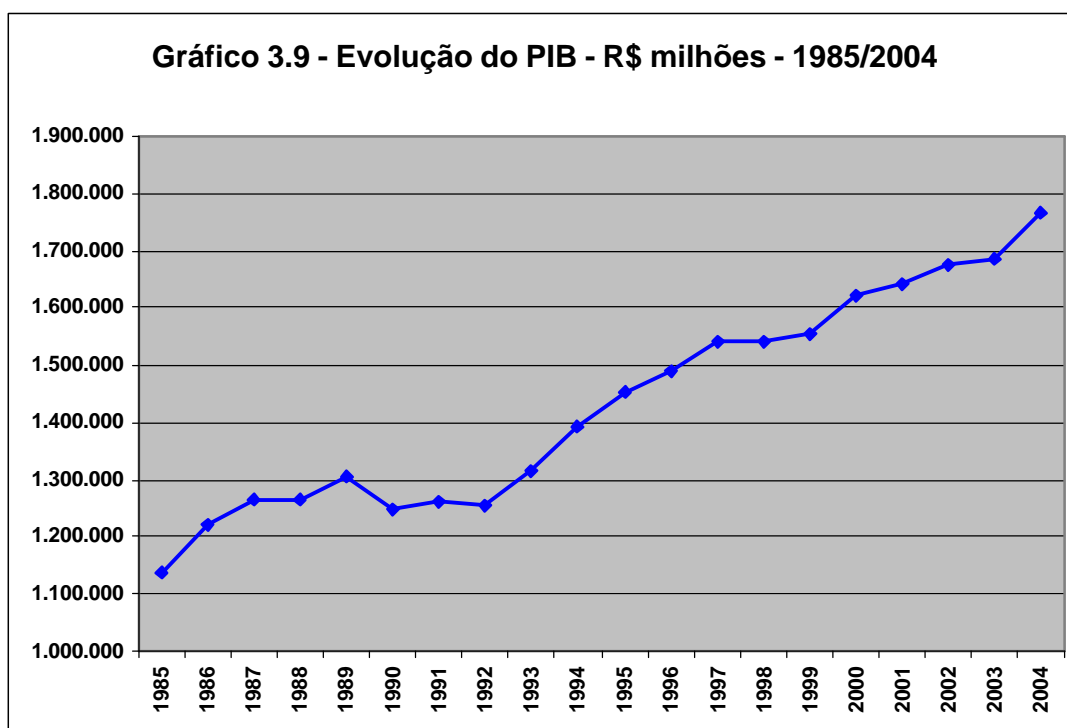
Fonte: Bacen

O gráfico 3.8 apresenta a evolução do produto interno bruto, expresso em milhões de dólares, durante o período compreendido entre 1984 e 2004. Este gráfico apresenta sérias distorções, em consequência do regime cambial adotado a partir do Plano Real até 1999 e em função das oscilações sofridas pelo regime de câmbio flutuante desde então.

Em duas diferentes oportunidades, ao final de 2001 e no período compreendido entre abril e dezembro de 2003, ocorreu um processo de subavaliação do real, com crescimento exagerado das cotações do dólar americano. Existe, por outro lado, uma outra distorção a partir de 2004, quando o real passou a apresentar uma tendência à super-avaliação, como decorrência do excesso de oferta de divisas no mercado de câmbio, provocado pelos grandes superávits comerciais e pelo afluxo de recursos externos. Nesse último período, os chamados IEP, investimentos estrangeiros em portfólio, foram atraídos pelas elevadas taxas reais de juros praticadas pela política monetária brasileira.

Em consequência das distorções apontadas, o produto interno bruto brasileiro, que chegou ao nível de US\$ 800 bilhões entre 1996 e 1998, caiu nos anos subseqüentes, equivalendo apenas a US\$ 600 bilhões em 2000 e 2004. Em virtude dessas distorções, preferimos analisar a evolução do PIB no mesmo período, mas a partir dos dados apresentados em moeda constante, de dezembro de 2004, tendo utilizado o IGP-DI como deflator.

Pode-se constatar que o crescimento médio real do produto entre os anos de 1985 e 2004 foi de 2,76% ao ano, sendo que o melhor desempenho corresponde ao período de cinco anos situado entre 1985 e 1989 onde a média anual de crescimento se situou em 2,94%. No triênio compreendido entre 1990 e 1992 ocorreu uma fase de forte recessão, sendo que em 1993 o PIB retomou o mesmo patamar atingido em 1989, tendo ocorrido um forte crescimento em 1994, o que resultou numa média anual de crescimento de 2,32% entre 1990 e 1994. O gráfico 3.9 apresenta os dados mencionados.



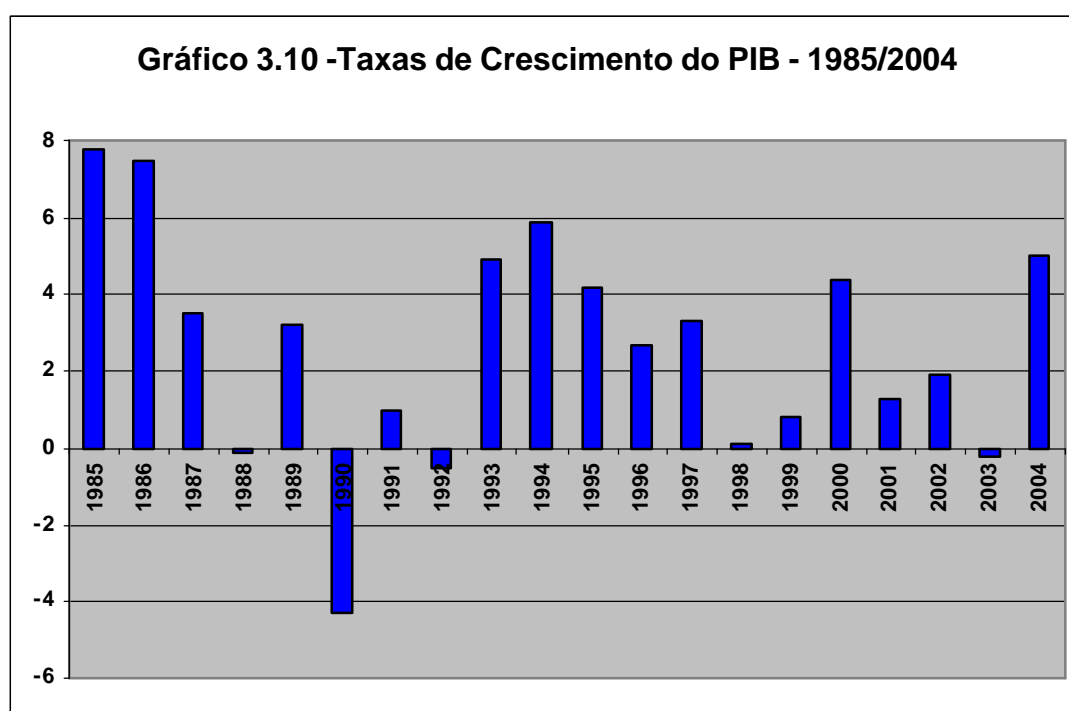
Fonte: IPEA

Pode-se observar que o crescimento médio real do produto entre os anos de 1985 e 2004 foi de 2,76% ao ano, sendo que o melhor desempenho corresponde ao período de cinco anos situado entre 1985 e 1989 onde a média anual de crescimento se situou em 2,94%. No triênio compreendido entre 1990 e 1992 ocorreu uma fase de forte recessão, sendo que em 1993 o PIB retomou o mesmo patamar atingido em 1989, tendo ocorrido um forte crescimento em 1994, o que resultou numa média anual de crescimento de 2,32% entre 1990 e 1994.

O quinquênio compreendido entre 1995 e 1999 corresponde ao pior desempenho econômico em termos de crescimento, com o PIB tendo crescido apenas 1,4% ao ano, em termos de média anual.

Quando se analisa o crescimento da economia brasileira em termos anuais, os resultados diferem ligeiramente. Entre 1985 e 2004, poucos foram os momentos em que ocorreu um crescimento mais significativo. Somente nos anos de 1985, 1986, 1994 e 2004 ocorreu uma taxa de crescimento do PIB acima da marca dos 5% anuais.

Por outro lado, ao contrário de períodos anteriores, as duas décadas situadas entre 1985 e 2004 registraram por quatro vezes distintas um desempenho negativo em termos de taxa de crescimento do produto. O pior desempenho em termos de crescimento econômico corresponde ao ano de 1990, em que as medidas adotadas por ocasião do Plano Collor foram responsáveis pelo recuo da produção nacional em 4,3% relativamente ao período imediatamente anterior.



Fonte: IBGE/BNDES

As taxas anuais de expansão do PIB da economia brasileira durante o período considerado acham-se apresentadas no gráfico 3.10. Em termos gerais, entre 1985 e 1993 o PIB cresceu à taxa média anual de 2,3%, bastante inferior àquela verificada nos anos anteriores a 1980, o que provocou – em conjunto com a aceleração inflacionária – uma deterioração no quadro social, com expansão do desemprego, agravamento das condições sociais e concentração da renda.

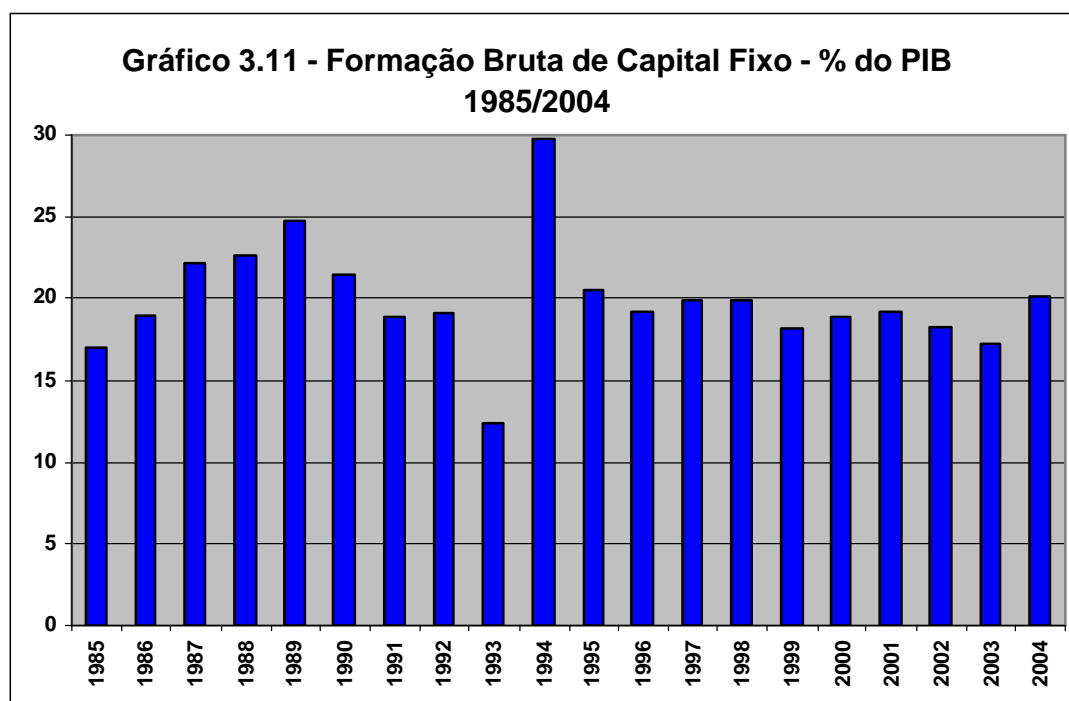
Com exceção do ano de 1994, em que a implantação do Plano Real se traduziu por um crescimento substantivo de 5,9%, o crescimento econômico não foi retomado nos anos subseqüentes, sendo de notar que o período situado entre 1994 e 2004 se caracteriza por uma taxa média de crescimento do produto da ordem de 2,67%.

Para isso concorreram as sucessivas crises externas enfrentadas pelo Brasil desde 1995 (Crise Mexicana), passando por 1997 (Crise Asiática) e 1998 (Crise Russa). Por outro lado, as dificuldades vividas em 1999, quando ocorreu uma crise especulativa contra o real e foi necessário mudar o regime cambial, em 2001, quando uma crise de suprimento de energia abortou o processo de retomada de crescimento ensaiado em 2000.

Em 2002 ocorreu novamente um processo exacerbado de desvalorização cambial, provocado pelo temor de mudanças na política econômica diante do progresso evidenciado pela oposição nos meses que antecederam as eleições presidenciais. Os resultados econômicos de 2003, com crescimento negativo do PIB mostraram o efeito residual desse processo de perda de confiança por parte dos investidores nacionais e internacionais. O ano de 2004 representou uma retomada das possibilidades de crescimento econômico, evidenciado pelo desempenho da produção de bens e serviços, que cresceu acima de 5%.

Deve-se, no entanto, ressaltar que os resultados, de uma maneira geral, apresentam-se bastante inferiores ao desempenho econômico exibido no passado pela economia brasileira. Se, por um lado, é patente o sucesso da política de estabilização da economia em termos de redução da inflação crônica exibida nos anos 1980 até 1993, não resta dúvida que o país não conseguiu retomar o padrão de crescimento mantido anteriormente.

Provavelmente, parte substantiva dessa incapacidade de voltar a manter um desempenho econômico mais adequado às necessidades do país é função do baixo volume de investimentos experimentado pela economia brasileira.



Fonte: IBGE

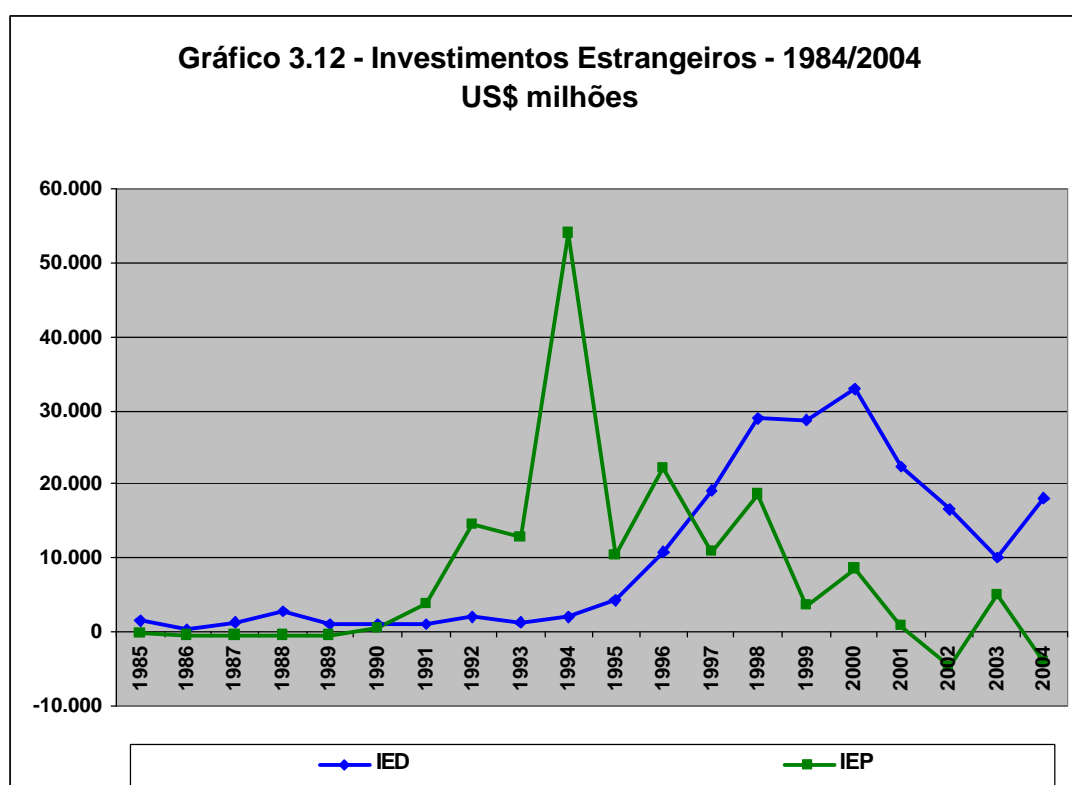
O gráfico 3.11 mostra a evolução da formação bruta de capital fixo, como proporção do PIB. Pode-se verificar que, com exceção dos desempenhos apresentados no período de elevada inflação (1987 a 1990) e da grande expansão verificada em 1994, que pode ser decorrente da euforia que se seguiu à implantação do Plano Real, em todo o restante do período a economia brasileira apresentou um índice de investimentos deficiente, situado sempre abaixo do equivalente a 20% do PIB.

Esse desempenho, sofrível se comparado com os dados relativos ao período situado entre a segunda metade dos anos 1960 e durante toda a década de 1970, é provavelmente conseqüência de três fatores distintos: a redução substancial dos investimentos do Estado, a reduzida atratividade exercida sobre os investimentos estrangeiros diretos e o clima pouco favorável aos investimentos privados nacionais. Neste sentido, é necessário concordar com Bresser Pereira¹⁶² de que a crise

¹⁶² PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. *Crise Econômica e Reforma do Estado no Brasil*. S. Paulo: Ed. 34, 1996.

vivida pela economia brasileira durante os anos 1980 aniquilou a capacidade de investimento do Estado. Assim, parte dos investimentos que era realizada a partir da mobilização de recursos estatais deixou de ocorrer, sendo substituída por investimentos realizados nos setores que sofreram privatização.

Outro aspecto relevante reside na atração de investimentos estrangeiros diretos. Esta tem sido um meio importante de provocar acréscimos no montante dos investimentos totais realizados em uma dada economia, e teve grande importância nos países emergentes da Ásia. No entanto, o volume de investimentos estrangeiros diretos, que cresceu muito na segunda metade dos anos 1990 em consequência da aceleração verificada no processo de privatização, não manteve o mesmo padrão durante os primeiros anos do novo século.



Fonte: Bacen

O gráfico 3.12 mostra a evolução anual dos investimentos estrangeiros no Brasil, sendo que os investimentos estrangeiros diretos¹⁶³ são apresentados em separado relativamente aos chamados investimentos estrangeiros em *portfólio*¹⁶⁴.

Pode-se verificar que os investimentos estrangeiros diretos, que passaram a ingressar no Brasil em volume crescente a partir do início dos anos 1990, tiveram grande participação no processo de privatização, sendo que a partir de 1997 até 2004 registraram uma média anual de ingresso situada ao redor de US\$ 22 bilhões. No entanto, é forçoso reconhecer que esses investimentos passaram a ser atraídos pelos países asiáticos nos primeiros anos do século XXI.

Já os investimentos estrangeiros em *portfólio* têm mantido um desempenho muito discreto a partir de 2000, o que pode ser explicado pelas vicissitudes enfrentadas pela economia brasileira e pela ocorrência de momentos em que a percepção do risco pelos investidores estrangeiros foi mais acentuada. Essa percepção mais aguda de risco é a causa do processo de desinvestimento registrado em 2002, ano das eleições presidenciais, diante de uma ameaça de mudança das políticas monetária e fiscal por parte do governo eleito pela oposição, que afinal não foi concretizada.

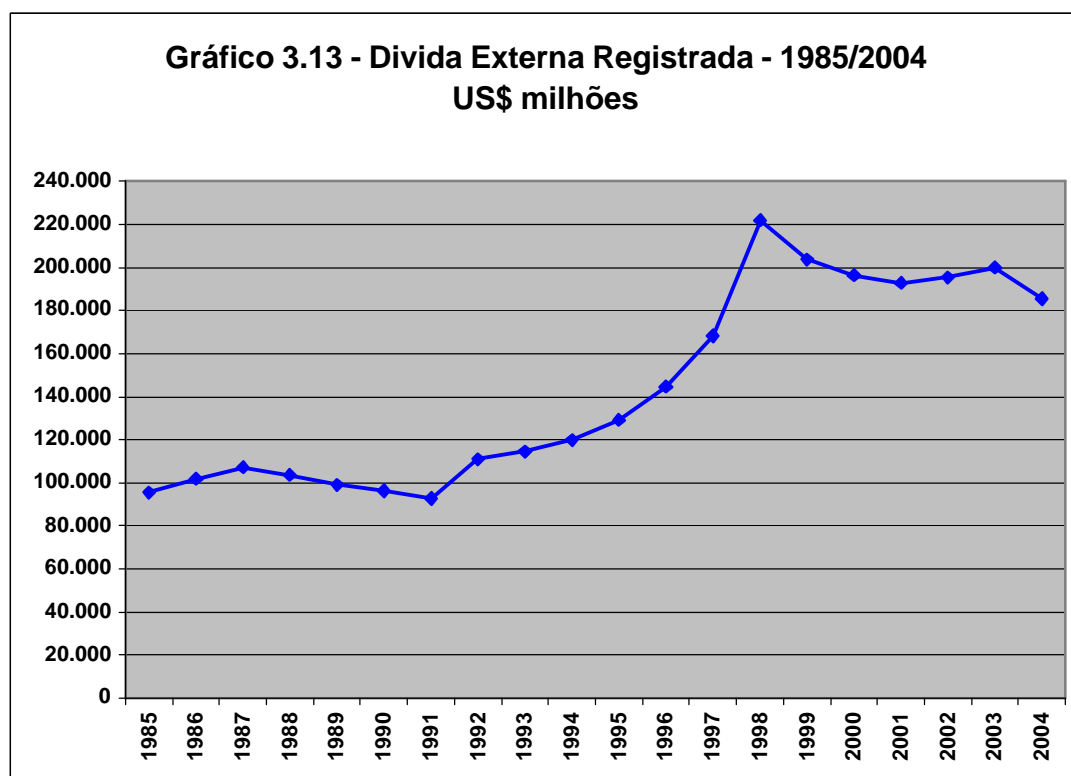
Finalmente cabe discutir a questão da indução dos investimentos privados nacionais. Neste particular deve-se ressaltar que o comportamento da economia brasileira, com reduzida expansão econômica, elevadas taxas de juros e crescente carga tributária durante as duas décadas a partir de 1984, concorreu para uma expansão do mercado interno que é bastante inferior ao potencial exibido pelo país.

¹⁶³ Denomina-se investimento estrangeiro direto, ou IED, o montante de recursos proveniente de poupadores externos que é aplicado no Brasil para gerar produção de bens ou serviços e garantir a expansão do emprego.

¹⁶⁴ Denomina-se investimento estrangeiro em *portfólio* o montante de recursos que é parte da carteira de fundos de pensão ou de investimento e que são atraídos para o mercado financeiro brasileiro em função da elevada remuneração oferecida pelos títulos da dívida pública. Esses recursos apresentam grande volatilidade, e podem sair do país a qualquer momento.

3.2.2 Evolução da Dívida Externa e da Dívida Interna

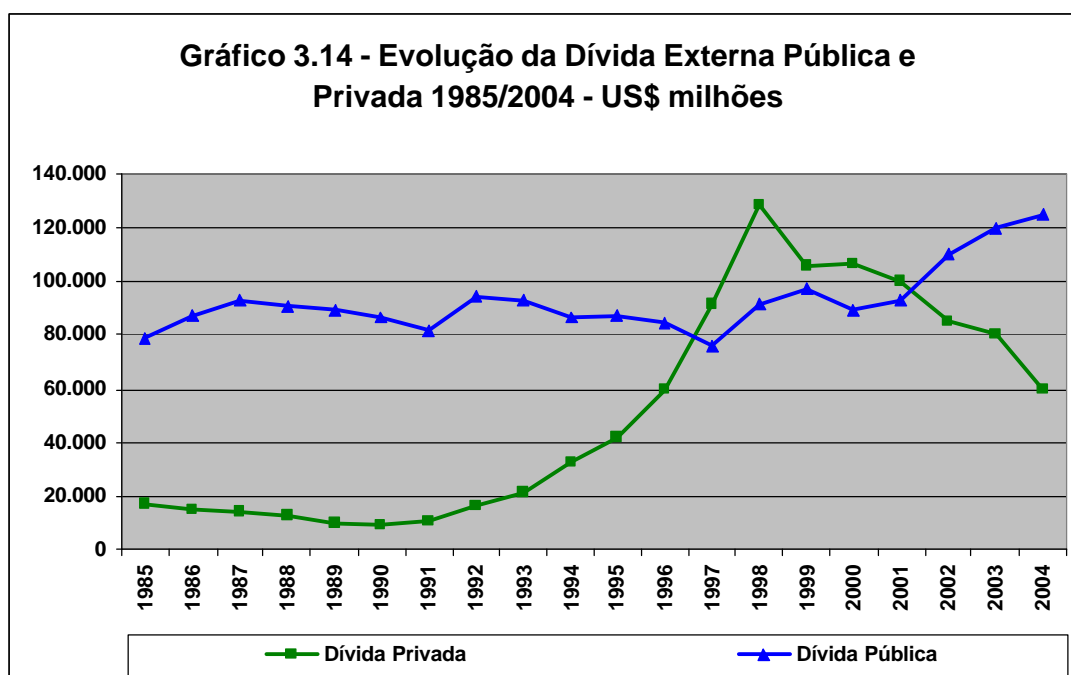
O gráfico 3.13 apresenta a evolução da dívida externa brasileira no período. Pode-se verificar que entre 1985 e 1991 a dívida externa brasileira manteve-se num mesmo patamar.



Fonte: Bacen

A partir de 1987, que corresponde ao ano de declaração da moratória unilateral com um total superior a US\$ 107 bilhões, a dívida foi se reduzindo até atingir o patamar de pouco mais de US\$ 92 bilhões. Depois de 1992, até em consequência da renegociação da dívida externa, os financiamentos voltaram a ser celebrados, tendo alcançado seu nível máximo, correspondente a mais de US\$ 220 bilhões em 1998, consequência da assinatura da linha de crédito “*stand-by*”¹⁶⁵ com o FMI. Desde então a dívida externa registrada passou a declinar, atingindo o nível de US\$ 185 bilhões em 2004.

¹⁶⁵ Denomina-se crédito *stand-by* a linha de crédito que uma determinada instituição financeira disponibiliza a um tomador, sem que seja necessário sacar toda a quantia objeto do empréstimo. O tomador irá sacar o volume de recursos que vier a necessitar ao longo do tempo.



Fonte: Bacen

O gráfico 3.14 mostra a evolução das dívidas externas do setor público e do setor privado, durante o período. Pode-se constatar que a dívida privada cresceu muito até 1998, declinando fortemente a partir desse ponto de máximo. Enquanto isso a dívida pública externa manteve-se mais ou menos no mesmo patamar até 2001, crescendo mais desde então. A forte apreciação do real a partir de 2004 também explica parte da redução da dívida privada, uma vez que os agentes econômicos preferiram quitar parcela substantiva de sua dívida externa, aproveitando-se desse momento favorável em termos de taxa de câmbio.

Enquanto a dívida externa total cresceu e depois declinou, o mesmo não ocorreu com a dívida interna pública. O endividamento do Estado no mercado interno, que havia começado a crescer no final da década de 1970, cresceu continuamente durante o período compreendido entre 1992 e 2004.

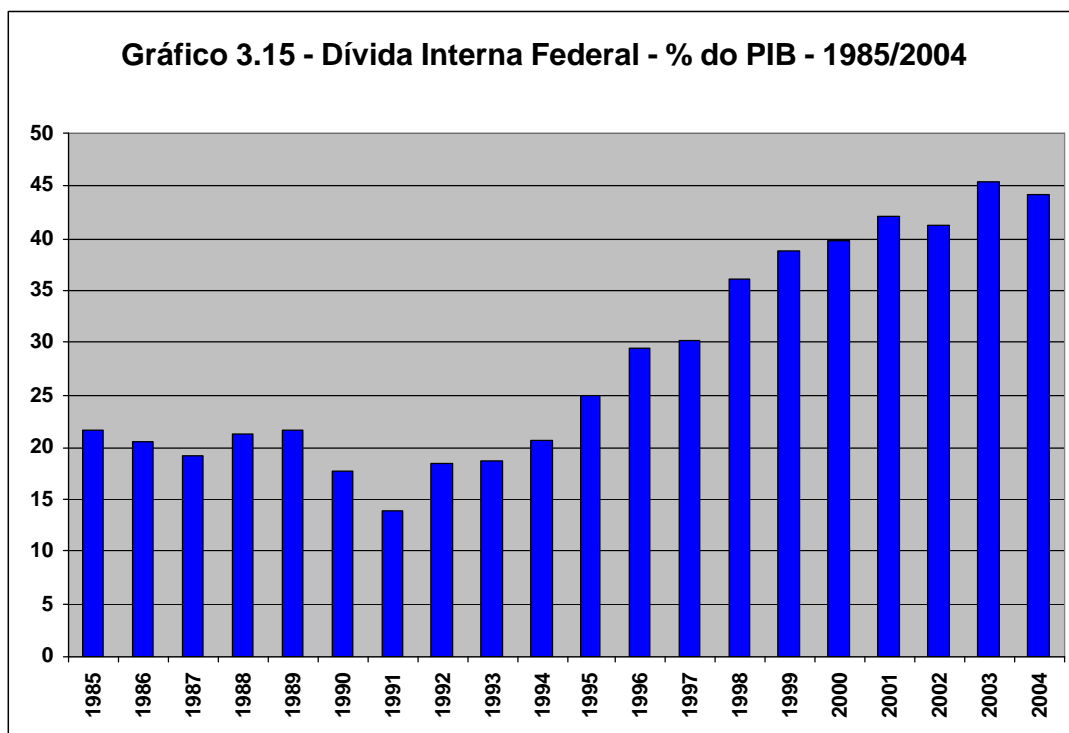
O crescimento desmesurado da dívida interna pública, que subiu 217% entre 1991 e 2004, passando de 13,9% para 44,1% do PIB é consequência da manutenção do déficit público em nível muito elevado durante todo o período.

Esse crescimento, por outro lado, foi alimentado pelas restrições à liquidez impostas pelo aumento dos depósitos compulsórios dos bancos junto ao Banco Central, que por sua vez elevou o nível da taxa de juros praticada no país desde o advento do Plano Real. Isso provocou um acréscimo no dispêndio do governo com o pagamento de encargos, comprimindo o nível de investimentos do Estado e as despesas correntes.

Por outro lado, ao longo do processo de estabilização econômica foi necessário enfrentar situações mal resolvidas no passado, que se constituíam em verdadeiros “esqueletos insepultos”. Tratava-se de dívidas assumidas por administrações anteriores, desde o período autoritário, que não haviam sido registradas pela contabilidade do governo, sendo mantidas em separado para esse efeito.

Os problemas causados pelos financiamentos não pagos à SUNAMAN¹⁶⁶, os descasamentos entre taxas de captação e aplicação do programa de financiamento habitacional, já citados neste trabalho e os títulos da Dívida Agrária, que eram a forma do governo pagar a longo-prazo pela desapropriação de terras para a reforma agrária, pressionavam fortemente o caixa do Tesouro Nacional. Essa pressão sobre o caixa do Tesouro vinha sendo enfrentada através de uma securitização específica de títulos, com longo prazo de vencimento, as chamadas “moedas podres”. O gráfico 3.15 mostra a evolução da dívida interna pública federal, como proporção do PIB.

¹⁶⁶ Superintendência de Marinha Mercante, responsável pelo financiamento do Programa de Construção Naval durante o regime militar que, a despeito de ter conseguido criar uma forte indústria no setor, teve de enfrentar um enorme volume de inadimplências no pagamento dos navios construídos para os diferentes armadores.

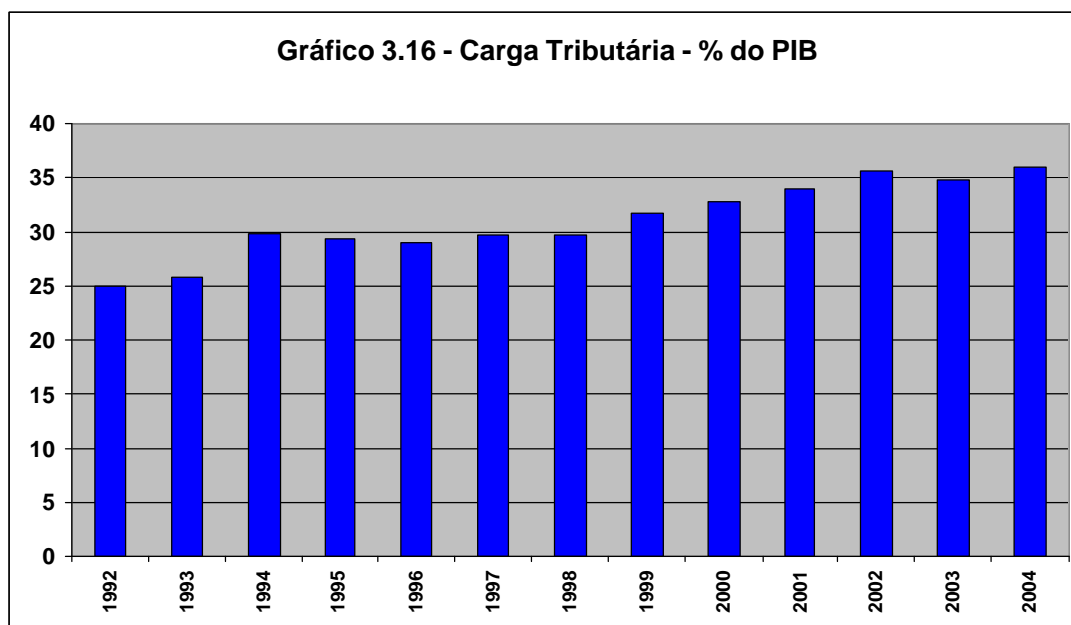


Fonte: Bacen

Foi exatamente o crescimento acelerado do déficit público que se tornou responsável por outro aspecto desfavorável do quadro econômico brasileiro no período subsequente à implantação do Plano Real.

Para tentar diminuir o impacto desse déficit, o governo promoveu, a partir de 1994, uma grande elevação da carga tributária. Após um período em que a carga tributária se manteve relativamente estável, conquanto elevada, foi necessário introduzir, em 1999, novos incrementos de tributação sob a forma de aumento nas alíquotas da CPMF, PIS e CONFINS.

Esse movimento, de incremento na tributação teve seqüência nos anos subsequentes, como pode ser observado no gráfico 3.16.



Fonte: BNDES e MF/SRF

Pode-se observar que a parcela do PIB correspondente à carga tributária elevou-se em 43,6% entre 1992 e 2004, tendo deixado de equivaler a um quarto do produto bruto no início do período, para representar 35,9% ao final.

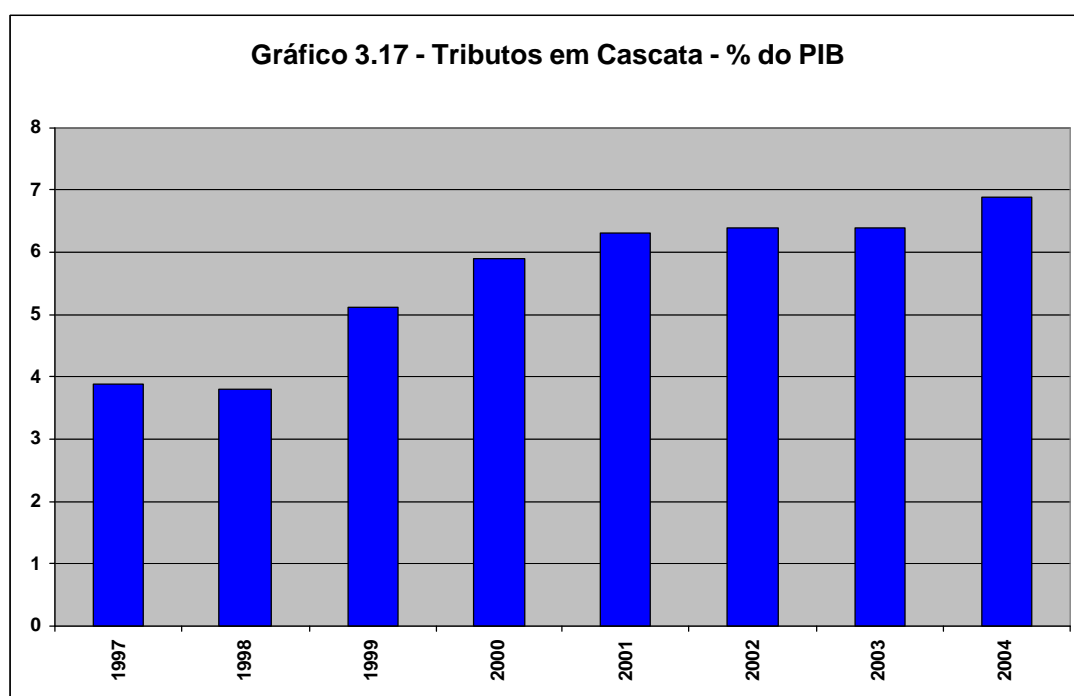
Essa elevação de carga tributária é ainda mais negativa em termos de seus reflexos sobre as possibilidades de crescimento da economia quando se examina a questão do tipo de tributos que têm sido criados mais recentemente.

A partir de 1996 ocorreu uma expansão na tributação dos chamados impostos “em cascata”, que incidem repetidas vezes ao longo da cadeia produtiva. Assim, foi criada a CPMF – Contribuição Provisória sobre a Movimentação Financeira, que se destinava em princípio para reforçar os recursos destinados ao custeio da saúde pública, mas que se transformou em uma fonte adicional de arrecadação para o Tesouro Nacional.

Por outro lado, as crises sucessivas que se verificaram em 1997, 1998 e 1999 levaram à edição de medidas de natureza fiscal no segundo semestre de 1998, como parte do plano de estabilização apresentado ao FMI para a obtenção de uma linha de crédito *stand-by* no montante de

US\$ 44 bilhões. Nesse conjunto de medidas constava a elevação de alíquotas de vários impostos, diretos e indiretos, entre os quais o PIS e a COFINS, que também tem incidência “em cascata”.

Em conseqüência, a parcela representada por esses impostos de baixa qualidade, uma vez que incidem repetidas vezes ao longo da cadeia produtiva, que era correspondente a 3,9% do PIB em 1997, passou a representar 7,1% em 2004, com um aumento equivalente a mais de 82% no período.

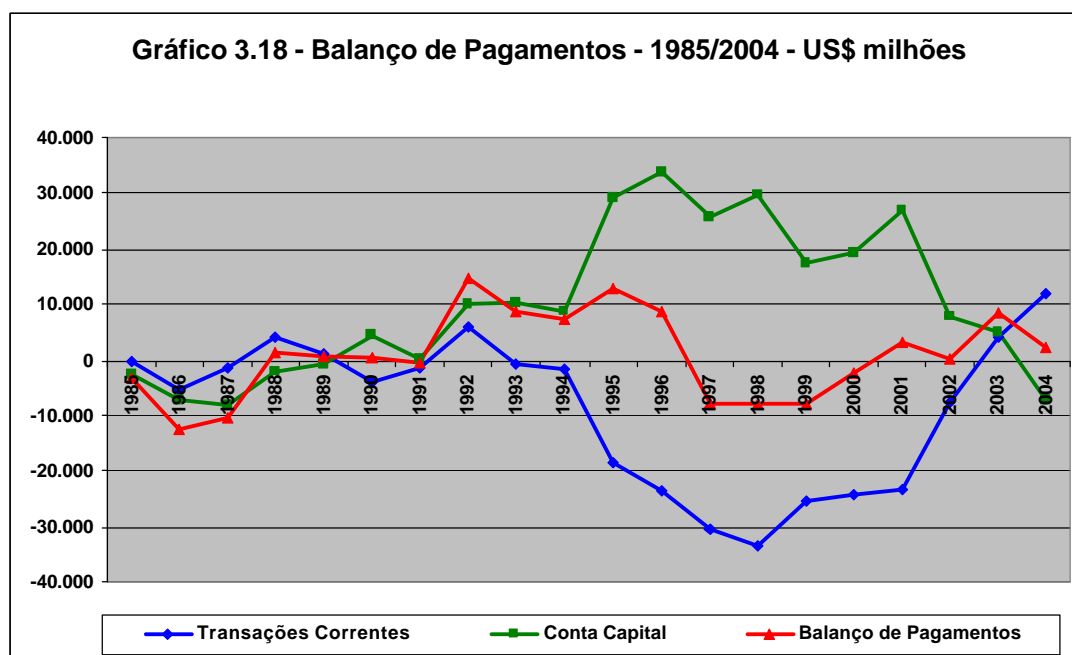


Fonte: MF/SRF

O gráfico 3.17 mostra a evolução desses impostos no período considerado. Deve-se ressaltar que, ao contrário do que estava definido nas medidas fiscais de 1998, não apenas não ocorreu a redução de alíquotas de alguns impostos (PIS e COFINS), mas foi mantida como permanente a CPMF, sob a justificativa de que se trata de um imposto importante para que a Secretaria da Receita Federal apure a movimentação de recursos e possa combater a sonegação fiscal.

3.2.3 Comércio Exterior

No gráfico 3.18 se acha apresentada a evolução das contas externas brasileiras entre 1985 e 2004, que pode ser dividida em três períodos distintos. Numa primeira fase, que se situa entre 1985 e 1987, verifica-se que a conta corrente se apresenta deficitária, da mesma forma que a conta capital e o próprio saldo do balanço de pagamentos.



Fonte: MDIC – SECEX/DEPLA

Trata-se de um dos períodos mais difíceis das contas externas brasileiras, imediatamente após o final do Plano Cruzado e que coincidiu com a declaração unilateral de moratória da dívida externa brasileira, em 1987. Nesse período, não apenas cessou o fluxo de recursos externos para a economia, como também ocorreu um grande volume de desinvestimento estrangeiro. Em consequência, pode-se afirmar que durante esse período o país passou a ser um exportador líquido de capitais.

Em 1988 e 1989 as transações correntes apresentaram saldo positivo. Esse comportamento foi revertido em 1990 e 1991, provavelmente em consequência do comportamento da balança de comércio desse biênio,

que foi deficitária em virtude das modificações de política de comércio exterior e da retirada de incentivo às exportações e introdução de tributos sobre essa atividade. A partir de 1988 e por um período que se prolongou até 1996, deve-se notar que o balanço de pagamentos apresentou saldos positivos, em consequência de um ingresso de recursos na conta-capital.

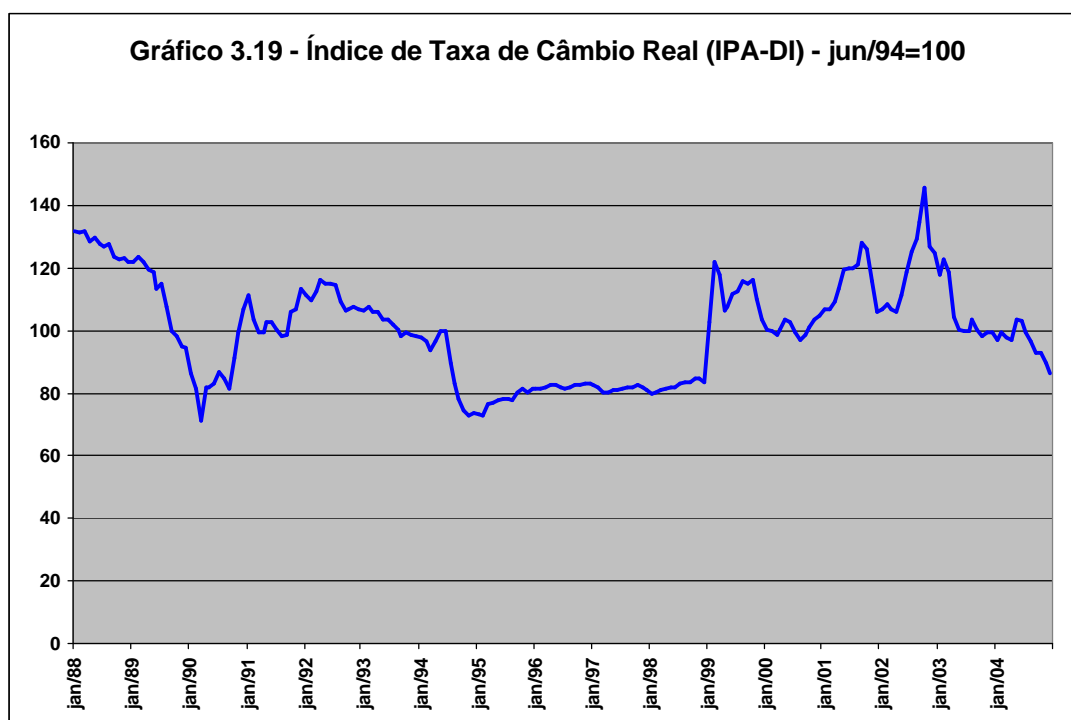
No entanto, a política de estabilização praticada após a instauração do Plano Real teve fortes consequências no desempenho das exportações brasileiras. A estratégia de estabilização, por si só, residia em abrir o mercado brasileiro à importação de bens de consumo fabricados no exterior, como meio de atender ao acréscimo da demanda agregada que deveria decorrer da estabilização. A chamada “âncora cambial” se fundamentava na mobilização das reservas acumuladas no período imediatamente anterior, como meio de viabilizar esse incremento de importações.

Além desse fato, deve-se ter presente que a prática de uma política monetária rígida induziu à sobrevalorização da moeda. As experiências anteriores de estabilização haviam mostrado que, nesses momentos, normalmente ocorre um aumento de liquidez na economia. Preocupados com a transformação dessa expansão em um aumento de consumo que pressionasse ainda mais a demanda agregada, as autoridades econômicas optaram pela manutenção de elevados níveis na taxa básica de juros e nos depósitos compulsórios dos bancos junto ao Banco Central.

Ao lado dessas medidas restritivas de política monetária, destinadas a inibir a expansão do consumo agregado e a formação de estoques especulativos pelo comércio e pela indústria, o Banco Central teve de enfrentar o aumento no fluxo de recursos especulativos que passaram a entrar no país. A evolução dos investimentos estrangeiros em *portfólio*, já mostrada neste estudo, atingiu o nível recorde superior a US\$ 54 bilhões e, para que isso não viesse a provocar uma expansão na oferta de moeda, foi necessário oferecer um volume grande de títulos públicos à venda.

Em consequência desse processo e a partir da administração mais frouxa do mercado de câmbio, a autoridade monetária permitiu uma

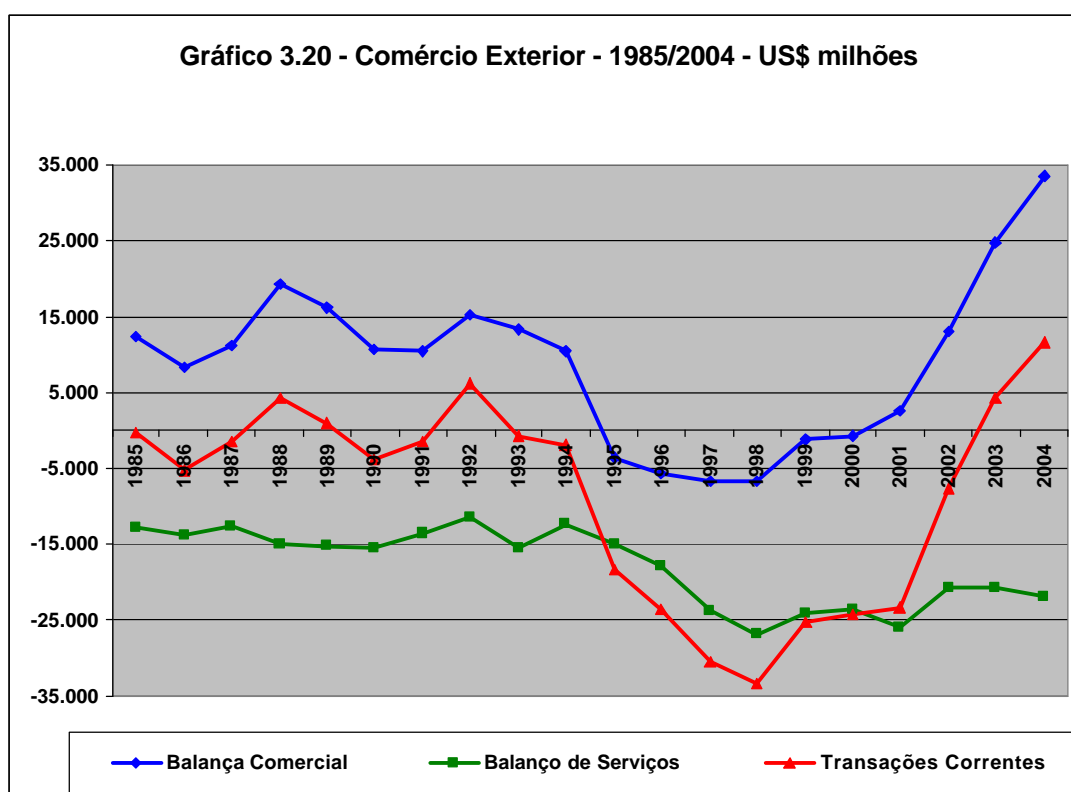
flutuação do valor da moeda sem que houvesse intervenções no sentido de manter a paridade entre o real e a moeda norte-americana nos termos em que havia sido definida no início de vigência do plano. Essa prática trouxe uma sobrevalorização à moeda nacional e implicou em perda de competitividade para as exportações.



Fonte: Bacen

O gráfico 3.19 mostra a evolução mensal do índice de taxa de câmbio real, deflacionado pelo Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna, da Fundação Getúlio Vargas, durante o período compreendido entre janeiro de 1988 e dezembro de 2004. No intervalo de tempo entre agosto de 1994 e janeiro de 1999 o índice manteve-se abaixo da paridade.

Os períodos de apreciação da moeda coincidem, no caso dos intervalos de 1988/89 e de 1994/99, com a deterioração do grau de competitividade externa do país, como pode ser verificado no gráfico 3.20.



Fonte: MDIC – SECEX/DEPLA

No primeiro período, a redução da capacidade competitiva se evidencia por uma queda nos saldos comerciais, que no entanto se mantém positivos. Já no segundo momento, isso não acontece. A balança comercial acumulou déficits entre 1995 e o início de 2001, ano em que se recuperou a capacidade competitiva da economia brasileira em relação ao exterior.

Somente a partir desse ano foi possível voltar a registrar saldos positivos na conta de comércio, tanto em virtude da continuidade de crescimento das exportações, como em decorrência da redução das importações. Essa redução foi facilitada pela crise recessiva que se seguiu às dificuldades de suprimento de energia elétrica constatadas¹⁶⁷.

No período subsequente verifica-se um crescimento constante das exportações, especialmente a partir de 2003, que decorre tanto do

¹⁶⁷ A imprensa econômica brasileira denominou o período como “a crise do apagão”. Trata-se de uma ameaça de interrupção do fornecimento de energia elétrica em todo o país como consequência do déficit hídrico verificado no período anterior, que provocou a necessidade de introdução de um racionamento de energia.

crescimento acentuado nos preços de matérias primas, como em função do aumento do comércio exterior do país e do ganho de competitividade alcançado. Na medida em que a conta de serviços é tradicionalmente deficitária no Brasil, o resultado em conta-corrente depende basicamente dos saldos acumulados na balança comercial. Dessa forma, apenas em 2003 é que a conta de transações correntes tornou-se superavitária novamente.

Ano	Básicos	Semi	Manufat.	Total	% do Total		
					Básicos	Semi	Manufat.
1985	8.538	2.758	14.063	25.639	33,3	10,8	54,9
1986	7.280	2.491	12.404	22.349	32,6	11,1	55,5
1987	8.022	3.175	14.839	26.224	30,6	12,1	56,6
1988	9.411	4.892	19.187	33.789	27,9	14,5	56,8
1989	9.549	5.807	18.634	34.383	27,8	16,9	54,2
1990	8.746	5.108	17.011	31.414	27,8	16,3	54,2
1991	8.737	4.691	17.757	31.620	27,6	14,8	56,2
1992	8.830	5.750	20.754	35.793	24,7	16,1	58,0
1993	9.366	5.445	23.437	38.555	24,3	14,1	60,8
1994	11.058	6.893	24.959	43.545	25,4	15,8	57,3
1995	10.969	9.146	25.565	46.506	23,6	19,7	55,0
1996	11.900	8.613	26.413	47.747	24,9	18,0	55,3
1997	14.474	8.478	29.194	52.994	27,3	16,0	55,1
1998	12.977	8.120	29.387	51.140	25,4	15,9	57,5
1999	11.828	7.982	27.329	48.011	24,6	16,6	56,9
2000	12.562	8.499	32.528	55.086	22,8	15,4	59,0
2001	15.342	8.244	32.901	58.223	26,4	14,2	56,5
2002	16.952	8.964	33.001	60.362	28,1	14,9	54,7
2003	21.179	10.943	39.654	73.084	29,0	15,0	54,3
2004	28.518	13.429	52.949	96.475	29,6	13,9	54,9

Fonte: MDIC - SECEX/DEPLA

No quadro 3.3 se acham colocados os dados referentes ao comportamento das exportações brasileiras, entre 1985 e 2004. Comparando-se os dados presentes no quadro com aqueles que correspondem ao período imediatamente anterior¹⁶⁸, verifica-se que não ocorreu uma modificação substancial na estrutura da pauta de exportações.

¹⁶⁸ Quadro referente à evolução das exportações entre 1964 e 1984, apresentado no item 3.2.2, deste trabalho.

Pode-se constatar que os produtos manufaturados mantiveram, no final do período, uma participação de aproximadamente 55% no total das exportações, com os semi-manufaturados equivalendo a quase 14% do total e os produtos primários representando pouco menos de 30% desse mesmo total. Deve-se ressaltar o crescimento das exportações, que foi superior a 276% durante as duas décadas.

Quadro 3.4					
Comércio Exterior Brasileiro - 1985/2004 – US\$ milhões FOB					
Ano	Saldo Comercial	Exportações	Importações	Petróleo	%
1985	12.486	25.639	13.154	5.749	43,71
1986	8.304	22.349	14.044	3.004	21,39
1987	11.171	26.225	15.054	4.123	27,39
1988	19.184	33.789	14.605	3.515	24,07
1989	16.119	34.383	18.263	3.754	20,55
1990	10.752	31.414	20.661	4.735	22,92
1991	10.580	31.620	21.041	4.073	19,36
1992	15.239	35.793	20.554	4.141	20,15
1993	13.299	38.555	25.256	4.398	17,41
1994	10.466	43.545	33.079	4.069	12,30
1995	-3.466	46.506	49.972	4.670	9,35
1996	-5.599	47.747	53.346	6.142	11,51
1997	-6.753	52.994	59.747	6.018	10,07
1998	-6.624	51.140	57.764	4.313	7,47
1999	-1.284	48.011	49.295	4.817	9,77
2000	-753	55.086	55.839	6.358	11,39
2001	2.651	58.223	55.572	6.276	11,29
2002	13.125	60.362	47.237	6.240	13,21
2003	24.779	73.084	48.305	6.579	13,62
2004	33.662	96.475	62.813	10.316	16,42

Fonte: MDIC - SECEX/DEPLA - dados de comércio exterior. Para petróleo, PETROBRÁS.

Quando se analisa o comportamento em quinquênios, verifica-se que o melhor desempenho da economia brasileira corresponde ao período compreendido entre 2000 e 2004, quando as exportações cresceram mais de 76%, com destaque para os dois últimos anos do período.

Por derradeiro é necessário comentar a evolução das importações durante o período, com destaque para as importações de petróleo. Verifica-se, a partir do exame do quadro 3.4, que as importações evoluíram ainda mais acentuadamente no período, com uma expansão

superior a 277% entre 1985 e 2004. A razão para este comportamento é, em parte, o nível reprimido que corresponde a 1985, quando o país ainda enfrentava as seqüelas da crise da dívida, verificada na primeira metade dos anos 1980.

Por outro lado, o crescimento da produção brasileira de petróleo e a elevação no grau de utilização de combustíveis renováveis verificada durante o período das duas décadas serve para acentuar a redução do peso das importações de petróleo na pauta brasileira de importações.

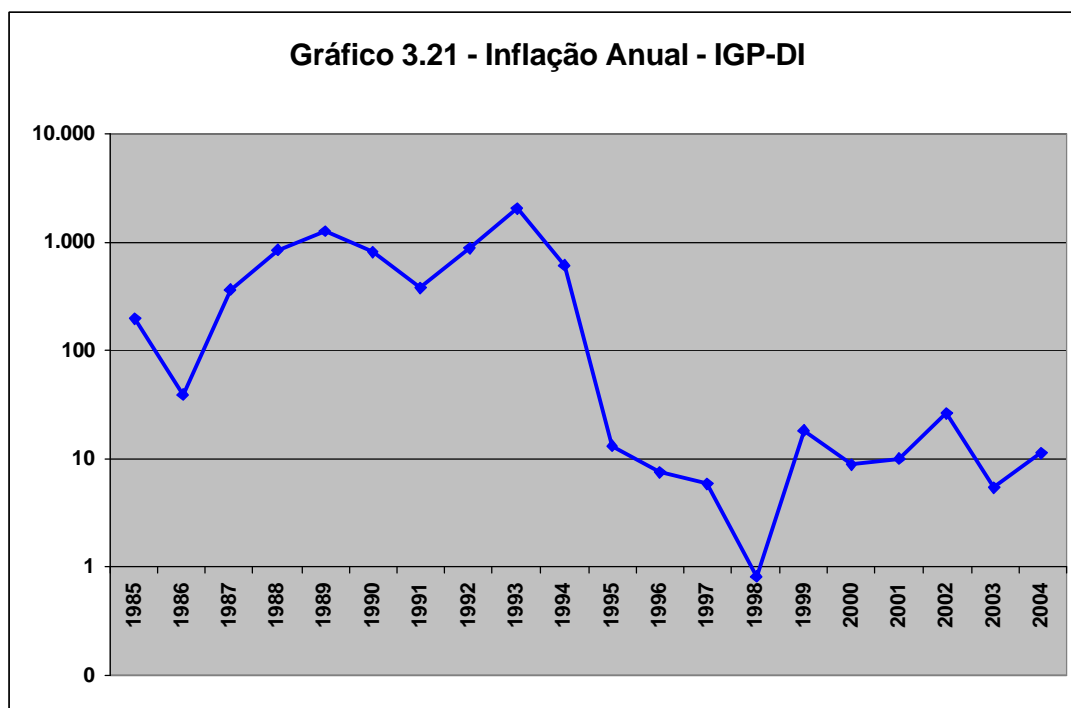
3.2.4 Comportamento do Nível Geral de Preços

Diante de todo o exposto, resta discutir a evolução da inflação brasileira entre 1985 e 2004. O período pode ser sub-dividido em duas etapas bastante distintas.

Na primeira fase, o período compreendido entre 1985 e 1994 se reveste de uma importância especial, na medida em que os preços fugiram totalmente ao controle das autoridades econômicas, apesar das seguidas tentativas de implementação de programas de estabilização.

Com o advento do Plano Real em 1994 foi possível estabilizar a economia brasileira, em termos de crescimento dos níveis de preços. Assim, em uma segunda etapa a partir de 1995, ocorreu uma redução substancial nos padrões inflacionários registrados anteriormente.

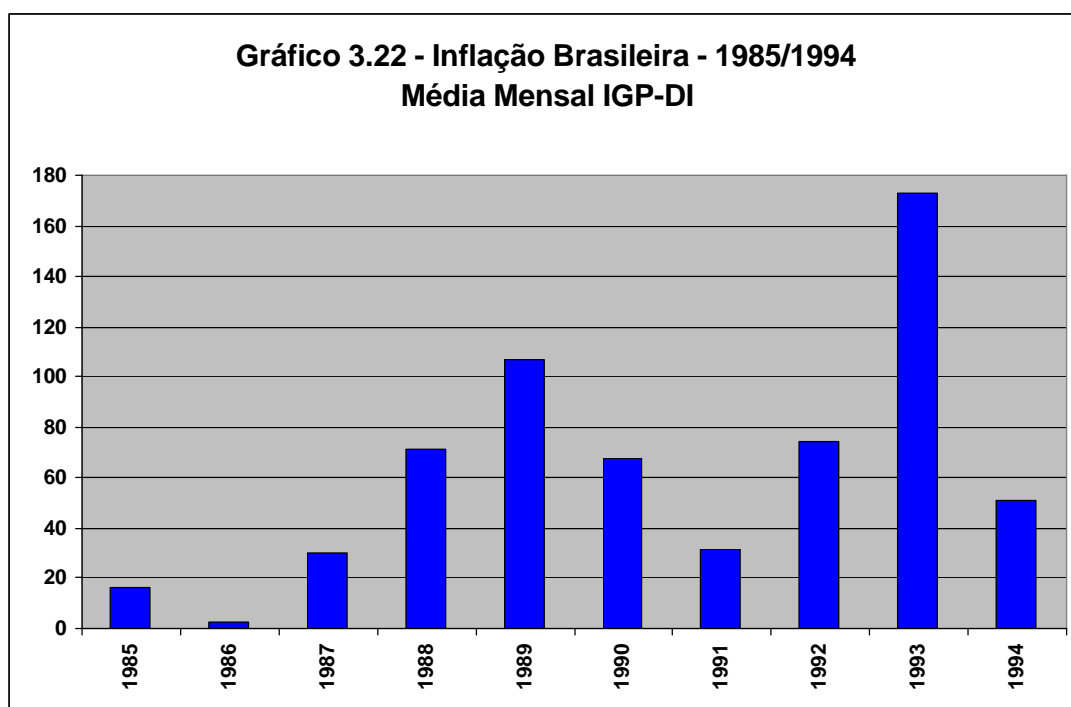
Como se poderá verificar, a evolução dos índices inflação mostra de maneira clara a separação entre as duas fases de comportamento dos preços.



Fonte: FGV

O gráfico 3.21 mostra a evolução dos índices de inflação anual, para o período compreendido entre 1985 e 2004, medidos de acordo com o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna, calculado pela Fundação Getúlio Vargas.

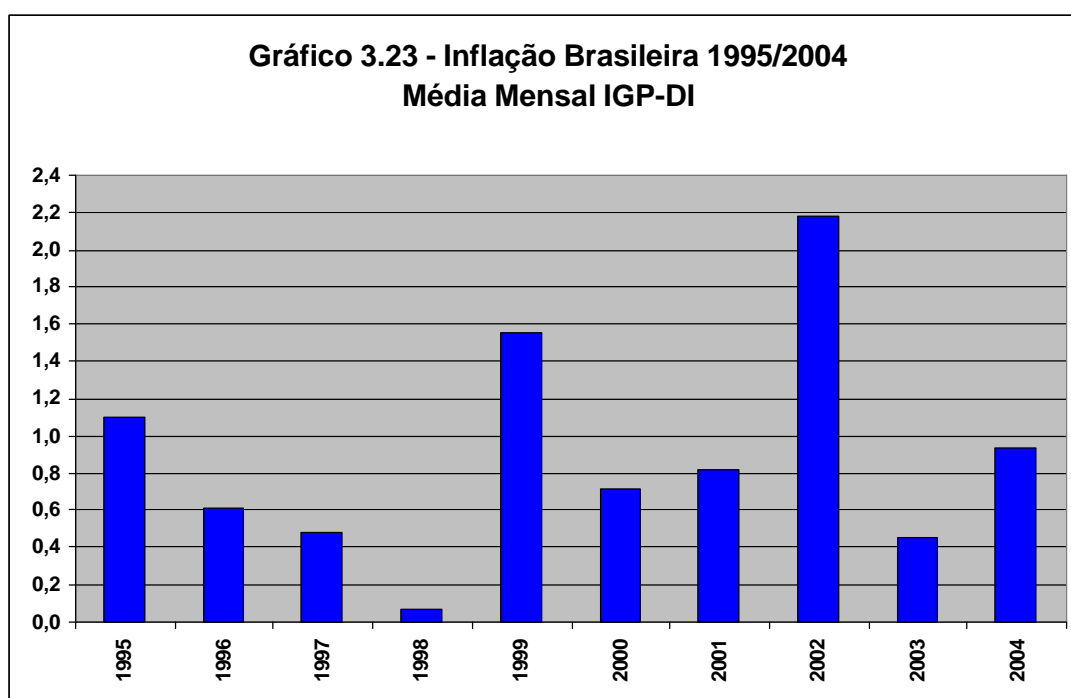
Para evidenciar a quebra do padrão inflacionário operada pelo Plano Real, apresentamos a seguir a evolução das taxas de crescimento mensal do nível de preços de forma separada. O gráfico 3.22 mostra o comportamento dos índices mensais de preços, no período de 1985 a 1994. Pode-se verificar que os preços mantiveram elevados padrões de crescimento mensal, especialmente nos anos de 1988, 1989, 1990 e 1993, em que as taxas se situaram acima dos 60% ao mês.



Fonte: FGV

Pode-se verificar que os preços mantiveram elevados padrões de crescimento mensal, especialmente nos anos de 1988, 1989, 1990 e 1993, em que as taxas se situaram acima dos 60% ao mês. Os planos de estabilização sucessivos não foram capazes de quebrar essa tendência ascensional, sendo que o patamar mais elevado da média mensal se situa em 1993, imediatamente antes da preparação do Plano Real. As dificuldades enfrentadas pelo país no tocante às políticas fiscal, monetária e cambial contribuíram para os resultados evidenciados.

O gráfico 3.23 mostra o comportamento da inflação no período posterior à implantação do Plano Real. Pode-se constatar que os preços mantiveram um crescimento mensal situado abaixo do nível de 1% na maioria dos anos, com exceção de 1995, 1999 e 2002. Trata-se de anos atípicos, em que a ocorrência de fatos especiais pôs à prova a eficiência da política antiinflacionária.



Fonte: FGV

No ano de 1995 ocorreu o reflexo, em todos os países emergentes, da “Crise da Tequila”, ou seja a crise de liquidez externa que abalou o México a partir de novembro de 1994. Tratou-se da primeira crise que ocorreu após o início da forte interligação dos mercados financeiros em consequência do processo de globalização. Após uma desvalorização da moeda nacional, realizada pelas autoridades monetárias daquele país com o fito de promover um incremento na competitividade externa, elevou-se a percepção do risco representado pela manutenção de ativos no México, que provocou uma sobre-desvalorização do peso mexicano e uma grande fuga de capitais.

Assim, o ano de 1995 foi caracterizado por grande volatilidade financeira em todos os mercados emergentes, particularmente nos da América Latina, sendo que o Brasil enfrentou um princípio de pânico em abril de 1995. A reação das autoridades econômicas foi no sentido de promover uma elevação substancial na taxa básica de juros, que propiciou um desaquecimento da atividade econômica conjugado a uma elevação dos preços. O processo foi interrompido no último trimestre do ano, com a

reversão das expectativas por parte dos investidores estrangeiros em relação ao Brasil e a entrada de um apreciável volume de recursos.

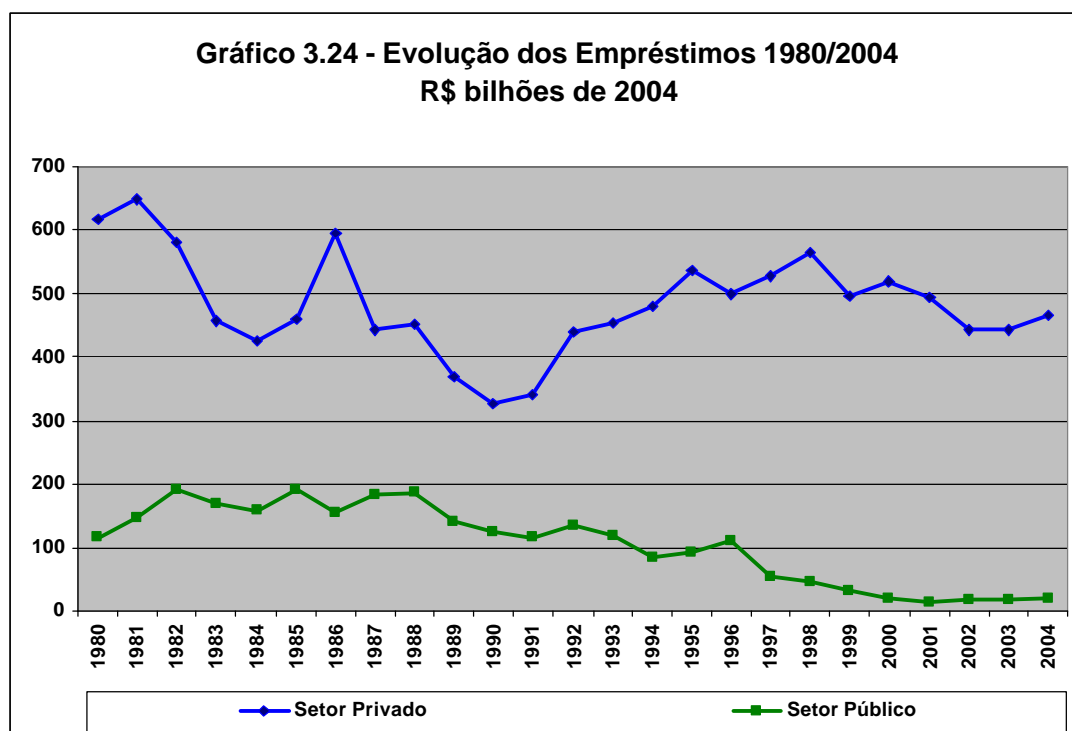
As crises internacionais de 1997 e 1998 não se refletiram em elevação dos índices de preços no Brasil, mas a crise cambial provocada pela fuga de capitais e a desvalorização acentuada do real em 1999 foram responsáveis pela aceleração da inflação. Na medida em que foi implantado um novo regime, caracterizado pela flutuação da moeda no mercado de câmbio e pela introdução do sistema de metas de inflação, a crise foi contornada novamente e o ano subsequente não apresentou o mesmo ritmo de crescimento de preços.

Finalmente, em 2002, diante dos resultados das pesquisas eleitorais, que mostravam o avanço do candidato presidencial da oposição, o mercado foi dominado pelo temor de uma brusca mudança de política econômica a partir de 2003. Em consequência ocorreu novamente um momento de acentuada volatilidade, caracterizado pela desvalorização da moeda nacional de forma acentuada. A taxa de câmbio, que se achava no patamar de R\$ 2,30 por dólar norte-americano em abril, desvalorizou-se continuamente até atingir o nível de R\$ 4,00 por dólar, no mês de outubro.

Após ter chegado a esse patamar e diante das seguidas declarações dos membros do governo eleito no sentido de manutenção dos compromissos internacionais do país e das políticas fiscal e cambial, o real passou por um processo de apreciação, retomando patamares semelhantes aos do primeiro trimestre de 2002 durante o período subsequente. A partir de julho de 2004 como já assinalado neste estudo, diante da grande entrada de recursos externos na economia brasileira, o real passou a ficar supervalorizado frente à moeda norte-americana.

3.3 INDICADORES DO DESEMPENHO DOS MERCADOS

Diante do exposto, resta verificar de que maneira se comportaram, ao longo de todo o período, os principais indicadores do mercado financeiro e de capitais no Brasil.



Fonte: Bacen

O gráfico 3.24 apresenta a evolução dos empréstimos bancários no Brasil entre 1980 e 2004, em moeda constante de dezembro de 2004, sendo que a atualização dos valores foi feita com auxílio do IGP-DI, da Fundação Getúlio Vargas. Pode-se observar que os empréstimos ao setor privado declinaram de um total de R\$ 616 bilhões em 1980, para pouco mais de R\$ 513 bilhões ao final do período. Ao mesmo tempo, os empréstimos ao setor público declinaram abruptamente, passando de R\$ 114,94 bilhões para pouco menos de R\$ 20 bilhões no mesmo intervalo de tempo.

As causas para esse declínio, que é mais importante no tocante aos empréstimos ao setor público, podem ser encontradas em vários fatores. Inicialmente deve-se ressaltar o efeito de redução ocorrido a partir de 1994,

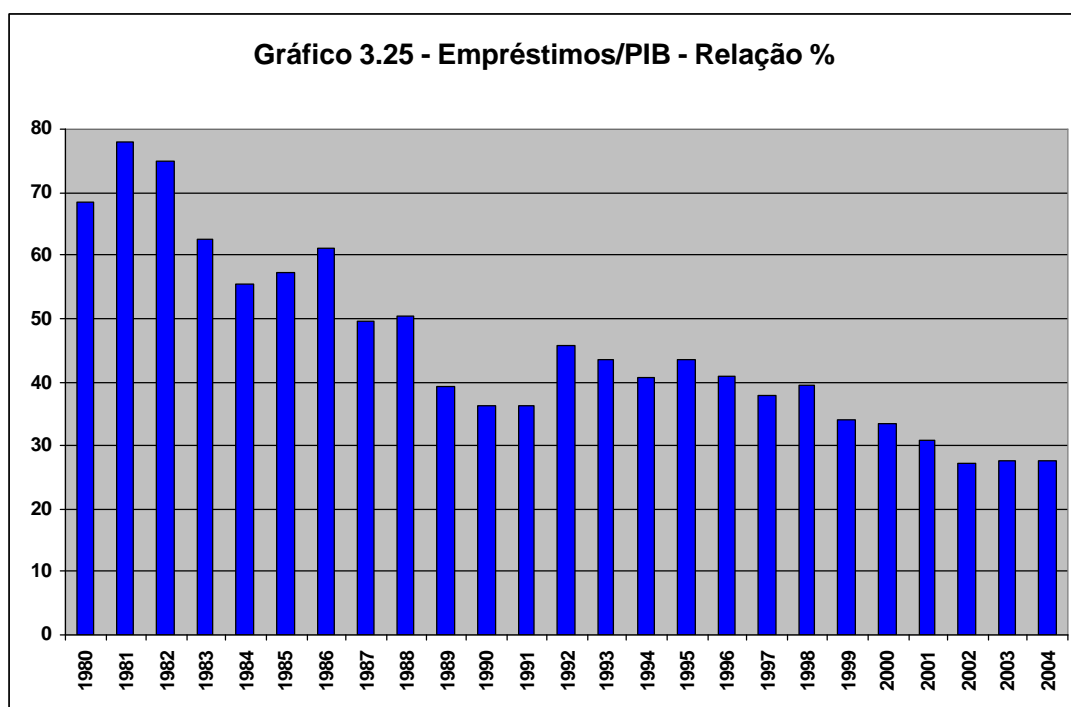
por ocasião da entrada em vigor do Acordo da Basileia I, que reduziu o montante de captações, e portanto de aplicações, do sistema bancário relativamente ao patrimônio líquido das instituições. Com isso ocorreu uma contração de crédito substantiva, tanto para o setor privado como para o setor público.

Uma outra causa dessa redução pode ser encontrada na contração dos investimentos públicos e das empresas estatais, que ao longo da década de 1990 foram submetidas ao processo de privatização.

Um terceiro fator para essa redução se encontra na conjugação de dois fenômenos de distinta natureza. Por um lado, ocorreu uma redução do acesso da economia brasileira como um todo ao mercado internacional de recursos durante a crise da dívida dos anos 1980, ao mesmo tempo em que os recursos destinados ao financiamento da administração pública, tanto direta como indireta, cessaram quase por completo. Por outro lado, a partir dos anos 1990 verifica-se um grande crescimento na carga tributária, com o que, como aponta Delfim Netto¹⁶⁹ se viu comprometido o crescimento econômico, operando-se uma redistribuição dos recursos da economia a favor do Estado. Assim, o setor público deixou de requerer recursos sob a forma de empréstimos, ao mesmo tempo em que se desacelerava a mobilização dos mesmos pela iniciativa privada.

O quarto e último fator que pode explicar esse processo de redução dos empréstimos como um todo reside na mudança substancial ocorrida nos mercados financeiros e de capitais mundiais. Nesses mercados ocorreu, como já mencionado anteriormente, um maciço processo de des-intermediação, passando o mercado de capitais a desempenhar um papel mais importante como fornecedor de recursos para a realização de investimentos. No Brasil este processo ainda não ocorreu, como poderá ser constatado mais à frente, neste mesmo capítulo. As ofertas primárias de debêntures não vêm crescendo nos últimos anos e dessa maneira pode-se afirmar que o fenômeno da desintermediação ainda não ocorreu com intensidade.

¹⁶⁹ Vide depoimento do Prof. Dr. Antonio Delfim Netto, no anexo 5.

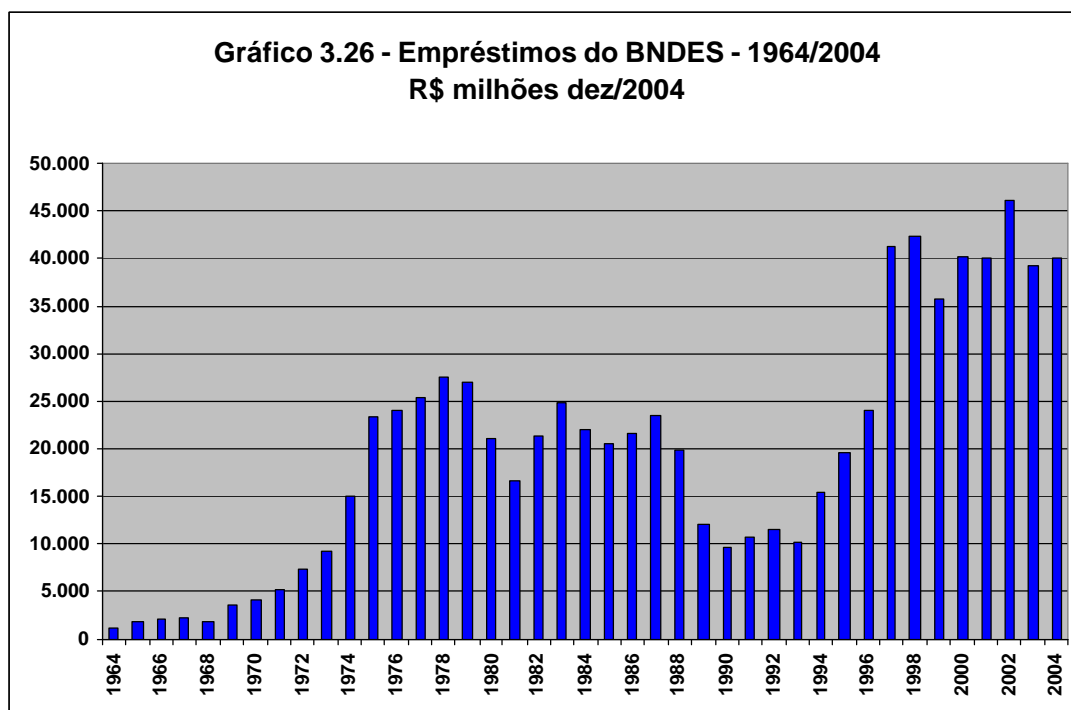


Fonte: Bacen

O gráfico 3.25 mostra essa contração do total dos empréstimos concedidos pelo setor bancário relativamente ao PIB brasileiro, no período considerado. Essa participação, que equivaleu a 68,5% ao final de 1980, reduziu-se para 27,4% em dezembro de 2004. O gráfico também mostra que o período correspondente à administração Collor de Mello apresenta a mais baixa relação entre os empréstimos concedidos e a produção nacional de bens e serviços, o que pode ser explicado pelo impacto fortemente recessivo que as medidas do chamado Plano Collor criaram na economia brasileira.

Outro dado importante para qualquer análise sobre modernização do mercado financeiro e sua contribuição para o crescimento econômico do país é a evolução dos empréstimos de longo prazo concedidos durante o período analisado pelo BNDES. A importância desse dado reside na natureza dessas operações de crédito, sempre ligadas a investimentos em capital fixo ou misto¹⁷⁰, que contribuem para o aumento e modernização da capacidade instalada da economia brasileira.

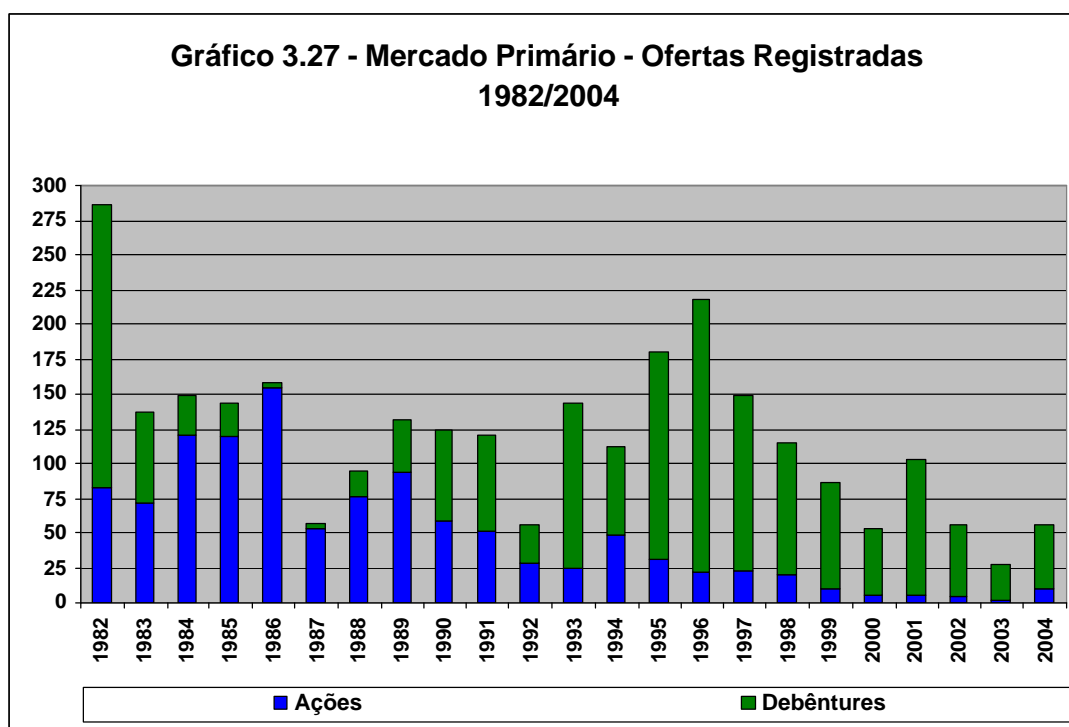
¹⁷⁰ O BNDES denomina de “investimentos em capital misto” aqueles em que se pretende financiar não apenas construções, instalações e aquisição de máquinas e equipamentos, mas também o capital de giro complementar.



Fonte: BNDES

O gráfico 3.26 apresenta a evolução dos empréstimos concedidos pelo BNDES durante o período considerado, em valores reais de dezembro de 2004, com auxílio do IGP-DI da Fundação Getúlio Vargas. Pode-se constatar que existe uma grande aderência entre o comportamento das operações de financiamento de longo-prazo e o crescimento econômico, uma vez que os períodos marcados pela redução ou pela expansão dos empréstimos correspondem exatamente às fases de contração ou de ampliação do produto bruto da economia. Durante o período compreendido entre 1964 e 2004 é igualmente necessário destacar a enorme expansão dos créditos destinados ao investimento, que cresceram mais de 3.700%, passando de um valor equivalente a R\$ 1,05 bilhão, em 1964, para R\$ 40,01 bilhões em 2004, em moeda constante de dezembro de 2004.

Considerando agora o funcionamento do mercado de capitais, pode-se constatar que, do ponto de vista do volume de operações registradas na CVM relativo a lançamentos no mercado primário, seja para ações, seja para debêntures, o desempenho guardou uma relação com o comportamento da economia durante o período.



Fonte: CVM

O gráfico 3.27 mostra a evolução do número de ofertas registradas junto à CVM, relativas a lançamentos de novas ações e debêntures no mercado primário, no período compreendido entre 1982 e 2004. É importante ressaltar que o número de novas operações nunca igualou o nível alcançado em 1980, quando foram registrados 286 novos lançamentos, sendo 82 operações para subscrição de ações e 204 para a venda de debêntures no mercado primário.

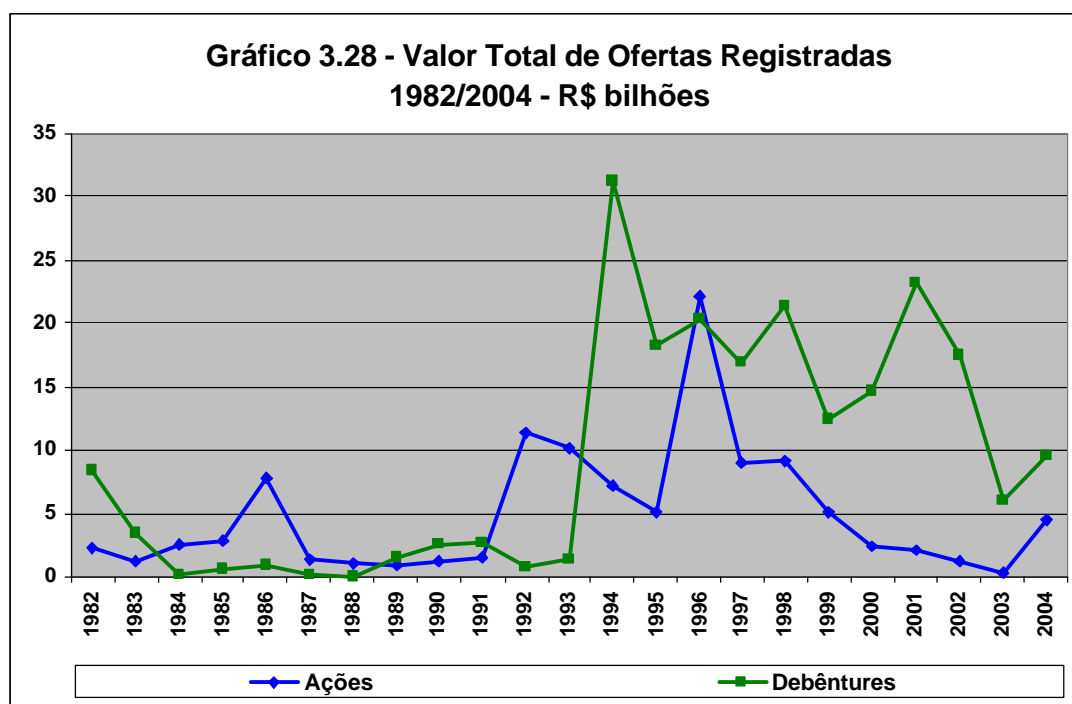
Esse interesse por parte das empresas em recorrer ao mercado de capitais manteve-se baixo durante o período, sendo que apenas nos anos imediatamente subsequentes ao início do programa de estabilização é que se notou um interesse maior pelo registro de novas transações junto à agência reguladora do mercado.

O relativo desinteresse das empresas em recorrer ao mercado de capitais pode ser creditado a alguns fatores, já mencionados de forma indireta neste estudo. Em primeiro lugar, é necessário enfatizar que os custos de lançamento de novos títulos no mercado brasileiro ficaram muito

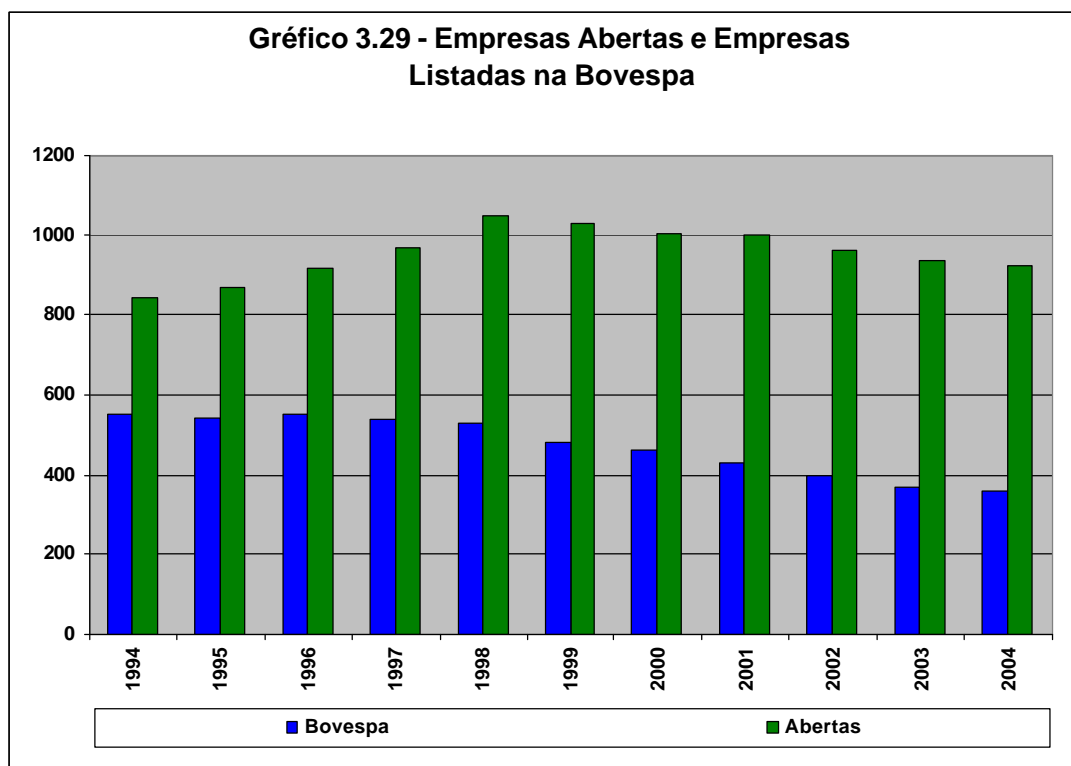
elevados depois da criação da CPMF em 1998. Este imposto, de baixa qualidade, desestimulou a atuação das empresas no mercado de capitais.

Em segundo lugar, deve-se ressaltar que a atração exercida pelo mercado de capitais foi igualmente reduzida, em virtude dos elevados custos para se manter uma companhia de capital aberto. Esses encargos, decorrentes de exigências legais, se somam ao pequeno incentivo representado pela inexistência de um mercado secundário para títulos de dívida, que contribuiu para canalizar os esforços das companhias abertas na direção dos mercados externos de dívida.

O gráfico 3.28 mostra o relativamente pequeno montante representado pelos novos lançamentos de títulos no mercado primário durante o período considerado. Tanto debêntures como ações alcançaram seu maior volume financeiro de emissões no mercado primário no ano de 1996, quando um total de ofertas equivalente a R\$ 42,5 bilhões (em valores de dezembro de 2004) foram registradas junto à CVM.



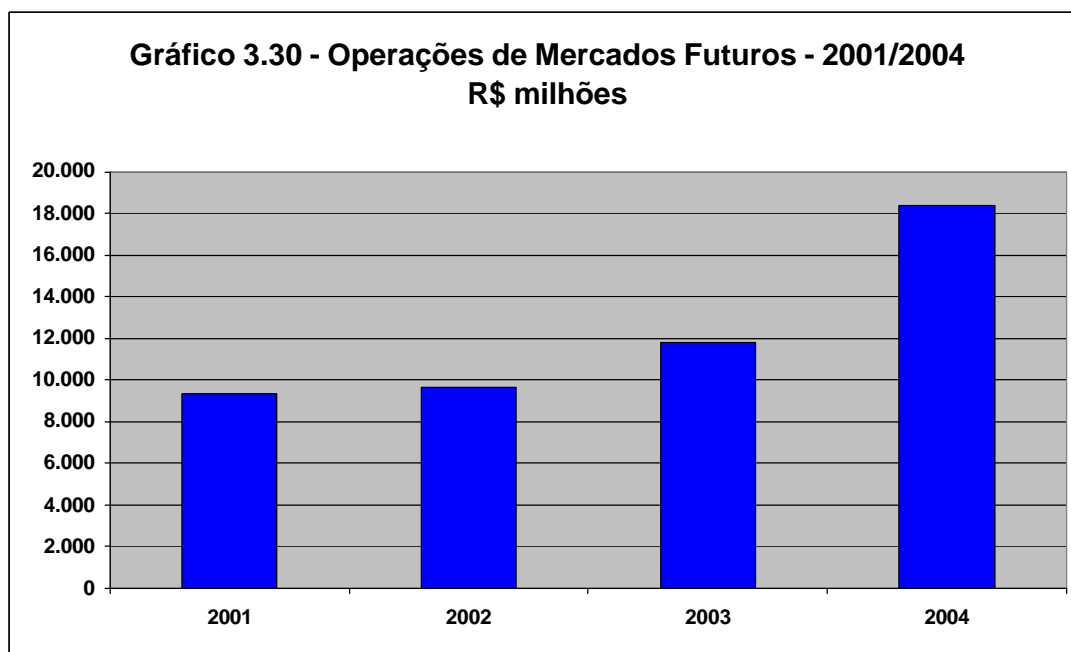
Fonte: CVM



Fonte: BOVESPA

Também cabe fazer uma referência à relação entre o número de empresas brasileiras de capital aberto e o número de companhias que tem seus títulos listados na Bovespa. O gráfico 3.26 apresenta esses dados ao longo do período compreendido entre 1994 e 2004.

O que se pode verificar é que ao longo da década compreendida entre 1994 e 2004, o número de companhias abertas que mantiveram seus títulos listados na principal bolsa de valores do país se reduziu em termos absolutos, ao mesmo tempo em que a relação entre o número de companhias listadas e o total de companhias abertas também se reduzia. Assim, de uma relação equivalente a 65% do total das companhias abertas, as empresas que tem seus títulos listados caiu para 39% em 2004. Em termos absolutos ocorreu uma redução de 549 papéis para apenas 358 no final do período.



Fonte: BM&F

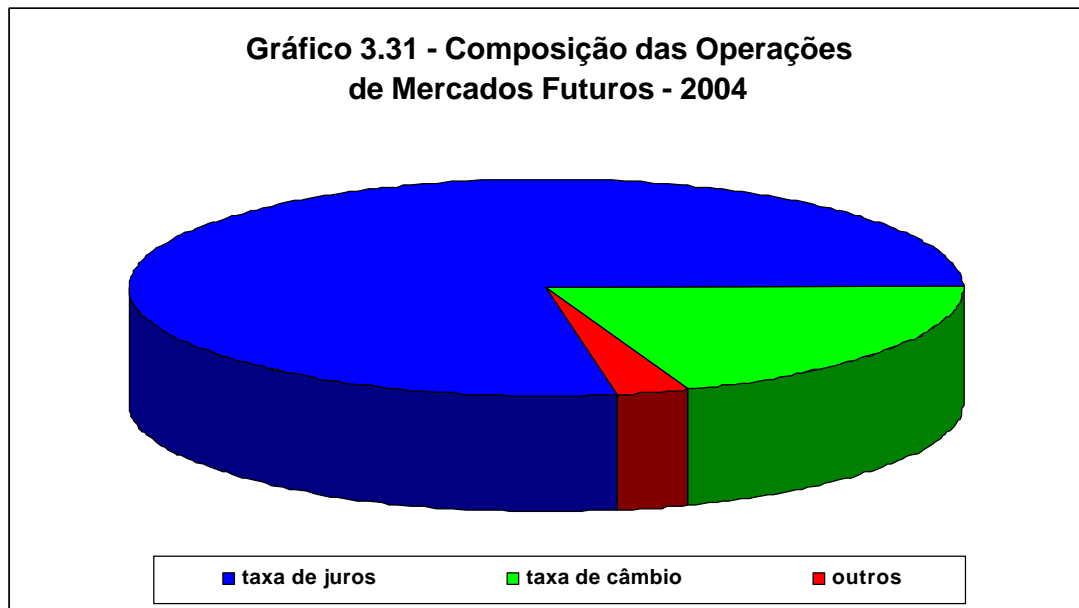
Por fim, resta analisar, por meio do gráfico 3.30, as operações de mercados futuros, desenvolvidas na BM&F, que complementam estes indicadores de desempenho dos mercados de capitais no Brasil.

Pode-se constatar que os volumes de negócios vêm crescendo substancialmente nas operações de mercados futuros, nos últimos anos. Durante o período analisado ocorreu um crescimento de 96% no volume total das operações, que passaram de aproximadamente R\$ 9,4 bilhões em 2001, para R\$ 18,3 bilhões em 2004.

Esse crescimento pode ser creditado, em parte, à preocupação dos diferentes agentes econômicos em buscar a proteção contra a volatilidade dos mercados que só as operações de futuros podem proporcionar.

Por outro lado, analisando a composição das operações de mercado futuro, verifica-se que ocorre uma forte concentração nos mercados de taxa de juros e de câmbio, como evidencia o gráfico 3.31.

Gráfico 3.31 - Composição das Operações de Mercados Futuros - 2004



Fonte: BM&F

Considerando a totalidade das operações de mercados futuros durante o ano de 2004, verifica-se que as operações no mercado de taxas de juros, com um valor total equivalente a R\$ 14,2 bilhões corresponderam a 77,48% do total, enquanto as operações com dólar futuro corresponderam a 25,4%, ficando o restante do movimento distribuído entre os mercados agropecuários, de ouro, de títulos da dívida externa e de índice de ações.

Segundo Manoel Felix Cintra Neto¹⁷¹:

“Quanto à entrada de novos participantes, há um dado que vale a pena mencionar. Uma pesquisa feita no mercado norte-americano indica que cerca de 90% das corporações, naquele país, utilizam derivativos. No Brasil, a estimativa é que apenas cerca de 10% das empresas utilizem esses instrumentos. A tendência é que esse percentual aumente. Recentemente ao ler o balanço de duas empresas do setor aéreo fiquei muito satisfeito em ver a preocupação delas em informar a seus investidores que utilizam instrumentos derivativos para cobrir riscos de flutuação de preços (de commodities e de câmbio) e

¹⁷¹ Presidente da BM&F, entrevista no anexo 4.

que elas acreditam que esses instrumentos reduzem riscos e dão maior previsibilidade aos seus fluxos de caixa.”

3.4 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

A análise de evolução da economia brasileira nos últimos quarenta anos e a apresentação dos indicadores de desempenho dos mercados financeiros e de capitais deve ser complementada por uma revisão da bibliografia existente sobre as relações entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico.

3.4.1 O Debate Acadêmico no Exterior

O estudo sobre as relações existentes entre o desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais, que doravante se designará simplesmente como desenvolvimento financeiro, e o crescimento econômico tem ocupado diversos autores ao longo do tempo. Trata-se de saber se o desenvolvimento financeiro contribui para que se tenha crescimento econômico ou se, por outro lado, é o crescimento econômico que provoca o desenvolvimento financeiro, na medida em que a expansão das atividades produtivas passa a exigir o crescimento e o aperfeiçoamento dos instrumentos financeiros, o que provoca um salto qualitativo, além do quantitativo, no nível de intermediação financeira.

Um grande número de autores, desde Schumpeter¹⁷², enfatiza a influência positiva do desenvolvimento do setor financeiro de um país sobre o nível e a taxa de crescimento de sua renda *per capita*. O argumento fundamental é que os serviços fornecidos pelo setor se caracterizam como um elemento essencial na promoção do crescimento econômico.

¹⁷² Idem, op. cit.

Estes serviços residem na realocação dos recursos de capital, buscando maximizar seu retorno, evitar os riscos de seleção adversa e reduzir os custos de transação envolvidos. Para Schumpeter, o papel desempenhado pelo sistema financeiro para a introdução das inovações tecnológicas é essencial para que se chegue ao desenvolvimento econômico.

Este assunto também foi objeto de considerações relativamente detalhadas por Hicks¹⁷³ que, ao analisar a Revolução Industrial, procura estabelecer as relações entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico, baseando-se no fato que as inovações tecnológicas, que caracterizaram o grande salto alcançado por ocasião da primeira etapa da Revolução Industrial, haviam sido criadas muito antes, sem que conseguissem precipitar a grande mudança.

Hicks argumenta ainda que foi o surgimento do mercado de capitais que viabilizou a mobilização de grandes somas de recursos, por períodos longos o suficiente para permitir que as inovações tecnológicas pudessem ser introduzidas na produção. Foi o mercado de capitais que criou as necessárias condições de liquidez para que os detentores de poupança pudessem se dispor a aplicar recursos de vulto em investimentos de longo prazo de maturação.

Bencivenga, Smith e Starr¹⁷⁴, em trabalho de 1991, concluem que *“portanto, a revolução industrial teve de esperar pela revolução financeira”*.

Outros autores, como Joan Robinson¹⁷⁵, preferem adotar a posição oposta, segundo a qual o desenvolvimento financeiro nada mais é do que uma consequência do crescimento econômico. Para a autora, a ampliação do alcance e do volume da atividade bancária é irrelevante, na medida em que decorre do aumento das transações que caracterizam um processo de

¹⁷³ Idem, op. cit.

¹⁷⁴ BENCIVENGA, Valerie R. e SMITH, Bruce D. *Finance intermediation and endogenous growth*. Review of Economic Studies, 58, 1991, p. 153-177.

¹⁷⁵ Idem, op. cit.

desenvolvimento econômico ou de crescimento industrial. Sua posição é claramente expressa, quando afirma que: "*... it seems to be the case that where enterprise leads, finance follows*".

Para Solow¹⁷⁶ as inovações financeiras não se traduzem em fatores de indução do crescimento econômico no longo prazo, se ocorrer uma modificação endógena na tecnologia. Por outro lado, Grossman e Helpman¹⁷⁷, Lucas¹⁷⁸ e Romer¹⁷⁹, afirmam, em modelos de crescimento endógeno, que níveis mais elevados de poupança e de investimento, ou ainda investimentos de melhor qualidade¹⁸⁰ podem elevar, no longo prazo, a taxa de crescimento. Para Lucas¹⁸¹, especialmente, está havendo uma tendência exagerada dos economistas de considerarem os fatores financeiros como essenciais ao desenvolvimento econômico.

Os autores mais céticos, entre os quais se incluem Arestis e Demetriades¹⁸², apresentam um conjunto de argumentos contra o que consideram uma pretensa relação causal.

Em primeiro lugar, o de que o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico decorrem de variável não explícita, que é a propensão a poupar da sociedade. Na medida em que a poupança endógena afeta a taxa de crescimento de longo prazo de uma dada economia, não é surpreendente que crescimento econômico e o desenvolvimento financeiro inicial estejam correlacionados.

O desenvolvimento financeiro, quando medido através do nível de crédito e da dimensão do mercado de ações, pode antecipar o crescimento

¹⁷⁶ Idem, op. cit.

¹⁷⁷ Idem. op. cit.

¹⁷⁸ Idem, op.cit.

¹⁷⁹ Idem, op.cit.

¹⁸⁰ O investimento de melhor qualidade deve ser entendido na acepção de inversões que geram um retorno mais elevado para o investidor.

¹⁸¹ Idem, ibidem

¹⁸² Idem, op. cit.

econômico simplesmente porque os mercados financeiros antecipam o crescimento futuro: o mercado de ações capitaliza o valor presente das oportunidades de crescimento, enquanto as instituições financeiras elevam seus empréstimos para setores que apresentam boas perspectivas de crescimento.

Assim, a configuração do sistema financeiro e do mercado de capitais é afetada naturalmente pelo crescimento econômico, que implica – de forma progressiva – em uma elevação da demanda por serviços dessa natureza. Neste caso, o desenvolvimento financeiro é apenas um indicador importante, ao invés de um fator de causação.

Modigliani e Miller¹⁸³ se situam em uma quarta posição distinta em relação ao debate, expressa em seu trabalho "*The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*", publicado pela *American Economic Review* em 1958, que se constitui em uma contribuição essencial ao estudo dos investimentos nas finanças corporativas. Para esses autores, não existe relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, posição que fica muito clara na medida em que afirmam que a forma pela qual as empresas obtêm financiamentos não apresenta maior relevância e caracterizam os mercados financeiros como independentes do restante da economia.

O mesmo tipo de visão é explicitado por Stern¹⁸⁴ que, ao estudar o desenvolvimento econômico, não faz nenhuma referência à contribuição dos mercados financeiros e de capitais para a aceleração do ritmo de crescimento econômico.

Por outro lado, na visão de Rondo Cameron¹⁸⁵, o desenvolvimento financeiro age como um lubrificante, o que constitui um aspecto essencial, mas que não atua como substituto do mecanismo, que é o crescimento

¹⁸³ Idem, op. cit.

¹⁸⁴ STERN, Nicholas. The Economics of development: a survey. *Economics Journal* 99 (397). N. York, 1989, p. 597-685.

¹⁸⁵ Idem, op. cit.

econômico. Em outras palavras, a despeito do valor que cerca a existência de um setor financeiro, aí incluído o mercado de capitais, como elemento provocador do crescimento econômico, o autor não atribui às instituições financeiras a capacidade de induzir esse crescimento.

Raymond W. Goldsmith¹⁸⁶, em pesquisa baseada em dados de 35 países, no período compreendido entre 1860 e 1963, conclui que existe um forte paralelismo entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico, quando observada a evolução em várias décadas. Para o autor, não há possibilidade, no entanto, de estabelecer com precisão em que direção ocorre a relação causal, ou seja, de determinar se os fatores financeiros foram responsáveis pela aceleração do crescimento econômico ou, ao contrário, o crescimento econômico criou as condições para que se desse o desenvolvimento financeiro.

Na mesma linha de raciocínio, McKinnon¹⁸⁷ e Shaw¹⁸⁸ mostram que economias com elevado grau de crescimento tendem a dispor de mercados financeiros altamente sofisticados, mas, como Goldsmith, preferem registrar a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, sem determinar a natureza da relação entre ambos.

Greenwood e Jovanovic¹⁸⁹ desenvolvem um modelo no qual a extensão da intermediação financeira e o crescimento econômico se acham determinados de forma endógena. Em seu trabalho a análise empírica mostra que os intermediários financeiros podem investir com maior produtividade que os demais agentes econômicos em virtude de sua habilidade para identificar oportunidades de investimento. Assim, a intermediação financeira promove o crescimento econômico porque permite obter maiores taxas de retorno sobre o capital aplicado e o crescimento, por sua vez, fornece os recursos para implementar estruturas financeiras mais caras.

¹⁸⁶ Idem, op. cit.

¹⁸⁷ Idem, op. cit.

¹⁸⁸ Idem, op. cit.

¹⁸⁹ Idem, op. cit.

O modelo serve para demonstrar que o desenvolvimento financeiro reduz o custo de captação de recursos externamente à empresa, em oposição aos recursos gerados internamente pelo fluxo de caixa. Normalmente se considera que os custos de captação externa de recursos são mais elevados em virtude do reduzido controle que os fornecedores de fundos, localizados externamente à empresa, detém sobre a atuação da mesma. O desenvolvimento financeiro, contando com melhores normas contábeis e de transparência dos dados das empresas, bem como um melhor grau de governança corporativa, contribui para reduzir a diferença entre os custos de recursos externos e internos, permitindo que se acelere o crescimento, especialmente das empresas que necessitam mobilizar volumes maiores de recursos no mercado financeiro ou de capitais.

Robert G. King e Ross Levine¹⁹⁰ investigam a relação causal com base em dados empíricos, mostrando que o comportamento do desenvolvimento financeiro em um dado momento se constitui em bom instrumento pré-determinador do crescimento econômico que deverá ocorrer num período mais à frente, com uma defasagem temporal de dez a trinta anos.

Levine e Zervos¹⁹¹ referem-se à relação entre mercado de capitais e sistema bancário e a promoção do crescimento econômico, concluindo que o grau de liquidez do mercado se acha fortemente relacionado ao crescimento, acumulação de capital e produtividade, enquanto que formas mais tradicionais de se mensurar o desenvolvimento financeiro, como o volume das transações no mercado de capitais, não apresentam uma relação muito forte. Outra conclusão dos autores diz respeito ao volume de empréstimos do setor bancário ao setor privado, indicando a existência de uma relação direta muito forte entre esse volume e o crescimento econômico.

Darrat¹⁹² analisa dados de países do Oriente Médio, mostrando que o grau de desenvolvimento financeiro tem uma relação causal com o crescimento, apesar de ter constatado que essa relação é maior em alguns países que em outros.

¹⁹⁰ Idem, op. cit.

¹⁹¹ Idem, op. cit.

¹⁹² Idem, op. cit.

Em estudo mais recente, Khan e Senhadji¹⁹³ concluem pela existência de sinais de uma relação direta entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Utilizando o modelo de Mankiw *et alia*.¹⁹⁴ aplicado a 159 países no período 1960/99, estes autores concluem que o crescimento do PIB real *per capita* depende da taxa de investimento e do crescimento demográfico. Para representar o crescimento econômico, foram utilizadas, tentativamente, algumas variáveis, como: a relação investimento/PIB; as taxas de crescimento demográfico; os termos de troca; e o PIB *per capita* de 1987, para indicar a renda inicial e testar a hipótese de convergência (uma vez que países com renda mais baixa no passado tendem a apresentar taxas de crescimento mais elevadas no futuro). Os resultados indicam uma forte correlação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, além de mostrarem que existe um desenvolvimento financeiro ótimo, ou seja, o desenvolvimento financeiro tem um impacto direto sobre o crescimento até determinado ponto, declinando a seguir.

3.4.2 Relações do Desenvolvimento Financeiro com a Estrutura Legal

Alguns autores, durante a década de 90, procuraram estudar a natureza das relações entre o desenvolvimento financeiro e o arcabouço legal existente numa dada economia. Dentre esses trabalhos, merecem especial destaque as contribuições de Dermirgüç-Kunt e Maksimovic¹⁹⁵, Jayaratne e Strahan¹⁹⁶, La Porta *et alia*.¹⁹⁷ e Levine¹⁹⁸.

¹⁹³ Idem, op. cit.

¹⁹⁴ MANKIEW, G.N., ROMER, D. & WEIL, D.N. A Contribution to the empirics of economic growth. *Quarterly Journal of Economics*, 107, 1992, p. 407-437.

¹⁹⁵ Idem, op. cit.

¹⁹⁶ Idem, op. cit.

¹⁹⁷ Idem, op. cit.

¹⁹⁸ LEVINE, R. The legal environment, banks and long-run economic growth. *Journal of Money, Credit and Banking*, 30 (3) part 2, 1998, p. 596-613.

Dermirgüç-Kunt e Maksimovic¹⁹⁹ utilizam-se de dados provenientes do comportamento de empresas em diferentes países para desenvolver um teste sobre a influência do desenvolvimento financeiro no crescimento econômico. Os autores demonstram a existência de uma correlação positiva entre as empresas que apresentam crescimento acima da média de seus mercados e o volume de recursos aplicados nos respectivos mercados de capitais nacionais. Essa correlação positiva também se verifica quando é analisado o grau de segurança oferecido pelo sistema legal dos países, em termos de respeito e manutenção dos termos acordados em contratos legais. Assim, o respeito pelos contratos celebrados, ao lado do volume de operações registrado no mercado de capitais, que nada mais significam que o desenvolvimento financeiro, se acham na base do crescimento econômico, de forma mais acentuada neste ou naquele país.

A mesma linha de abordagem é seguida por Jayaratne e Strahan²⁰⁰, que ao examinar o processo de desregulamentação bancária em vários estados dos Estados Unidos, concluem que o processo levou a uma ampliação das condições financeiras à disposição das empresas, o que provocou um impacto positivo sobre o crescimento econômico do Estado.

Uma forma de progredir na análise da causalidade seria abordar os mecanismos teóricos por meio dos quais o desenvolvimento financeiro afeta o crescimento econômico e analisar esta relação. Os diferentes autores afirmam que as instituições e o mercado financeiro contribuem para que a empresa supere as questões de risco moral e de seleção adversa, reduzindo dessa forma os custos de captação de recursos envolvidos. Assim, o desenvolvimento financeiro contribui para que setores ou empresas que tem grande dependência da captação de recursos para assegurar seu crescimento pudessem fazê-la de forma mais ágil e eficiente.

¹⁹⁹ idem, op.cit.

²⁰⁰ idem, op. cit.

La Porta, Lopez-De-Silanes *et alia*.²⁰¹, em trabalho sobre investimentos estrangeiros apresentado ao 57º Congresso Anual da American Finance Association, demonstram que o ambiente legal, representado pela estrutura da legislação e pela eficiência de funcionamento do poder judiciário influenciam o tamanho e o grau de sofisticação que o mercado de capitais pode assumir em um dado país.

Na medida em que existam dispositivos legais que possam proteger investidores externos contra expropriações, tais dispositivos funcionam como pólos de atração de recursos e sua troca por valores mobiliários, expandindo as condições de funcionamento do mercado de capitais.

Os autores mostram que os países que mantêm uma tradição legal de direito codificado (próprio de legislações baseadas no direito romano) apresentam não apenas um grau inferior de proteção aos direitos dos investidores e acionistas, mas também um menor grau de desenvolvimento no mercado de capitais, que aqueles baseados na *common law*, como os países anglo-saxões.

A questão que se coloca é se os países com direito codificado mantêm normas legais pouco atraentes aos investidores por coincidência, ou se – pelo contrário – esta é uma medida intencional no sentido de assegurar às empresas familiares e ao governo um papel mais destacado no cenário dos negócios.

Levine²⁰² concentra-se no objetivo de verificar se as características legais vigentes em um dado país guardam relação com o produto *per capita*, crescimento do estoque de capital e crescimento da produtividade, utilizando os direitos do credor, *enforcement*²⁰³ e, como La Porta *et alia*.²⁰⁴, a origem

²⁰¹ Idem, op. cit.

²⁰² Idem, op. cit.

²⁰³ Expressão inglesa usada para designar mecanismos através dos quais a lei obriga que um dado agente obedeça a determinado(s) preceito(s).

²⁰⁴ Idem, op. cit.

histórica do sistema legal vigente no país, como variáveis. Os resultados obtidos confirmam o trabalho de La Porta *et alia.*, indicando que os países em que o sistema legal protege os direitos do credor e mantém *enforcement* apresentam setor bancário mais desenvolvido do que aqueles em que a lei não prioriza credores e mantém um regime frouxo ou ambíguo. O ambiente legal, conclui o autor, é fortemente relacionado com as possibilidades de desenvolvimento em longo prazo, com a acumulação de capital e com a expansão da produtividade. Levine, em outro estudo desenvolvido em parceria com Loyasa e Beck²⁰⁵ publicado pelo Banco Mundial, confirma as suas conclusões anteriores.

3.4.3 Diferenças entre Grau de Capitalização e Desenvolvimento Financeiro

Outra questão interessante abordada pelos autores que se dedicaram ao estudo das relações entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico diz respeito à ligação entre o grau de capitalização requerido para o crescimento de um dado setor econômico e a estrutura financeira disponível em um país.

Raghuram e Zingales²⁰⁶ verificam que, em países com maior desenvolvimento financeiro, empresas fortemente dependentes da mobilização de recursos vultosos, como as que se situam no setor farmacêutico, devem se desenvolver de forma mais rápida que as que independem desses recursos. Entre os setores menos dependentes de um volume considerável de recursos externos, situa-se a indústria do fumo, por exemplo. Estudo focalizando as taxas de crescimento setorial das indústrias farmacêutica e do fumo, em países emergentes como Malásia, Coréia e Chile, mostram que nos dois países asiáticos, em que há um razoável grau

²⁰⁵ LEVINE, R. LOYASA, N. & BECK, T. Financial intermediation and growth: causality and causes. *The World Bank Economic Review*, September, 1999.

²⁰⁶ Idem, op. cit.

de desenvolvimento financeiro, o setor farmacêutico cresceu a taxas maiores que a indústria de fumo, enquanto que no Chile, que apresenta um menor nível de desenvolvimento em seu setor financeiro, as taxas de crescimento do setor farmacêutico foram bastante menores que as registradas pela indústria do fumo. A conclusão dos autores é que o desenvolvimento financeiro influencia de maneira positiva as taxas de crescimento relativo de diferentes setores da economia.

Para Raghuram e Zingales²⁰⁷, o crescimento industrial pode ser decomposto em dois diferentes aspectos: o crescimento do número de empresas do setor e o crescimento da escala média de produção, por estabelecimento. O efeito provocado pelo desenvolvimento financeiro é duas vezes mais pronunciado quando se aborda a questão da expansão do número de empresas, do que quando se trata de elevar o número de plantas de empresas existentes ou de expandir a escala produtiva das empresas já estabelecidas.

O desenvolvimento financeiro, dessa maneira, está afetando mais o estabelecimento de novas empresas, que auxiliando a expansão das já existentes. Se as novas empresas forem ligadas a novas tecnologias, trata-se de viabilizar as ondas de "destruição criativa" a que se refere Schumpeter²⁰⁸, que evidentemente não poderiam ocorrer em países que apresentem baixo grau de desenvolvimento financeiro. Raghuram e Zingales²⁰⁹ mostram que o desenvolvimento financeiro desempenha uma influência importante sobre a taxa de crescimento econômico e que esta influência se dá pela redução dos custos de captação de recursos para as empresas que deles dependem.

Aduzem que não existe contradição mesmo quando ocorre uma taxa relativamente baixa de crescimento econômico em períodos em que, pelo contrário, está ocorrendo desenvolvimento financeiro de forma persistente. Essa falta de sincronia pode decorrer da ação de outros fatores, que

²⁰⁷ Idem, op.cit.

²⁰⁸ Idem, op. cit.

²⁰⁹ Idem, op. cit.

provocam alterações na atratividade de investimentos em um dado país. O desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais pode, ao contrário, estimular a superação desse ambiente adverso, permitindo que o crescimento de longo prazo possa ser retomado.

Por outro lado, considerando os fatores restritivos que são impostos ao crescimento econômico por variáveis dependentes do grau de desenvolvimento financeiro alcançado, Raghuram e Zingales²¹⁰ consideram, no artigo citado, que existem evidências no sentido de relacionar os impactos criados pelas imperfeições do mercado financeiro sobre os investimentos e o ritmo de crescimento econômico.

Finalmente, os mesmos autores concluem que existe uma correlação positiva entre o grau de desenvolvimento financeiro e os padrões de especialização industrial de cada país. Ainda que o grau de desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais tenha sido determinado por um acidente histórico, ou por regulamentação governamental, a existência de uma estrutura robusta para essas atividades se constitui em uma vantagem competitiva para um dado país, quando se trata de atrair indústrias que são mais dependentes da captação externa de recursos. Simultaneamente, a falta dessa estrutura financeira atua como uma forte barreira para o ingresso de novas empresas nesses setores dependentes de recursos. Assim, pode-se concluir que o desenvolvimento financeiro se constitui também em um fator determinante da dimensão e do grau de concentração de um determinado setor industrial.

²¹⁰ Idem, op. cit

3.4.4 A Contribuição Acadêmica no Brasil

De acordo com Carvalho²¹¹, os benefícios gerados pelo sistema financeiro devem depender de alguns aspectos. O primeiro é a competência com que o mesmo deve mobilizar recursos, promovendo a redistribuição de recursos dos agentes superavitários para os agentes econômicos que apresentem fluxos de caixa deficitários. O segundo aspecto a abordar é a forma com que o sistema pode tornar compatível a oferta de recursos com a correspondente demanda. Em ambos os casos existem diferentes padrões de risco, retorno e prazos de maturação.

O trabalho de Triner²¹² aborda a evolução do sistema bancário brasileiro entre 1906 e 1930, procurando as relações entre desenvolvimento financeiro, industrialização e crescimento econômico. Suas conclusões são no sentido de confirmar a relação entre o funcionamento do sistema de intermediação financeira e o crescimento econômico, mostrando que existe uma relação mais forte com o crescimento industrial que com o do setor agrícola.

O estudo de Arraes e Telles²¹³, que analisa as condições de crescimento econômico no país, se utiliza de dois modelos diversos. No primeiro modelo, a meta é comparar modelos de crescimento endógeno e exógeno, testando a hipótese de retroalimentação contínua nas variáveis que geram impacto no crescimento em longo prazo. O segundo modelo procura relacionar as variáveis produto *per capita*, tecnologia, capital físico e humano. No caso da tecnologia, o desenvolvimento financeiro foi considerado como variável exógena. Os autores concluem, após a análise de dados para estados do Nordeste e demais estados do Brasil, no período 1980/93, que em modelos com variáveis defasadas, existe uma relação positiva entre desenvolvimento financeiro e produto *per capita*, mas que esta relação é inversa no caso dos estados nordestinos, especialmente quando analisa uma defasagem de 20 anos entre as variáveis. Como o progresso tecnológico é sempre uma determinante do

²¹¹ Idem, op. cit., p. 27.

²¹² Idem, op.cit.

²¹³ Idem, op. cit.

crescimento do produto *per capita*, há evidências que – mesmo no caso estudado – o desenvolvimento financeiro se integra ao crescimento econômico através do progresso tecnológico.

Por outro lado, Monte e Távora²¹⁴ estudam o impacto dos financiamentos regionais do Banco do Nordeste, Sudene e BNDES sobre o crescimento do produto regional nos estados da região Nordeste. Os resultados comprovam a existência de uma forte relação entre os financiamentos das três fontes mencionadas e o ritmo de crescimento econômico experimentado pela região a partir de 1981 até 1998.

Por fim, Matos²¹⁵ estuda a existência de uma relação entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico no Brasil no período 1947/2000, concluindo pela existência "*de uma relação causal positiva, unidirecional e significativa entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico...*".

O autor afirma que os estímulos financeiros ao crescimento econômico ganham uma dimensão adicional quando se aborda a questão da confiabilidade institucional. Reformas que venham promover uma expansão no grau de confiança que os investidores internos e externos depositem sobre a estabilidade econômica e sobre a proteção oferecida a seus direitos, pela estrutura legal vigente no país, deverão sempre resultar em fatores de atração de um maior volume de recursos para a economia e, conseqüentemente, maior crescimento econômico.

²¹⁴ Idem, op. cit.

²¹⁵ Idem, op. cit.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante de todo o exposto, a análise do processo de modernização dos mercados financeiros e de capitais no período de quarenta anos que se situa desde a criação do Banco Central do Brasil em 1964 até o final de 2004 evidencia, de forma clara, que existe uma correlação direta entre o desenvolvimento financeiro e crescimento econômico.

Foi possível constatar, com base na revisão da literatura especializada que se apresenta no capítulo 3º., que esta relação existe e que existem evidências empíricas, conforme demonstrado por Matos²¹⁶, de que o desenvolvimento dos mercados financeiros e de capitais contribui para que ocorra o crescimento econômico. A maioria dos trabalhos empíricos demonstra que esta relação é direta, ou seja, que o desenvolvimento financeiro se constitui em uma alavanca para o crescimento econômico.

Por outro lado, existem também contribuições que procuram relacionar o ambiente legal e institucional com o desenvolvimento financeiro e este com o crescimento econômico. Fica claro que os diferentes autores que se ocuparam desse tema mostram uma íntima relação entre respeito ao direito de investidores, internos e externos, o arcabouço legal existente num dado país e o grau de desenvolvimento financeiro que pode ser alcançado.

Outro ponto coberto pelos estudos já realizados sobre o assunto se refere à relação entre o nível de capitalização requerido por empresas situadas em setores de uso mais intenso de tecnologia e o grau de desenvolvimento financeiro atingido por um determinado país. Quando se trata de atrair setores de densidade tecnológica maior, que – por sua própria característica – exigem um maior volume de investimentos, o patamar atingido pelos mercados financeiro e de capitais de uma dada economia se constitui em um elemento relevante. Apenas países dotados de um

²¹⁶ Op. cit.

apreciável nível de desenvolvimento financeiro poderão contar com setores de elevado grau de capitalização com desempenho superior ao revelado por setores que requerem menor grau de capitalização. Esse aspecto se reveste da maior importância para a economia brasileira, quando se verifica que a geração de empregos por setores que produzem serviços e produtos de maior valor adicionado é fundamental para o processo de ampliação da renda nacional e das exportações.

No entanto, as contribuições analisadas na revisão bibliográfica nada esclarecem quando se discute o formato do desenvolvimento financeiro em si mesmo. Não se localizou, na literatura estudada, dados que permitam realizar a comparação entre os mercados financeiros e de capitais quanto à sua contribuição para o desenvolvimento financeiro. Ou seja, não existem estudos que apontem qual dos dois mercados contribui de forma mais completa para o crescimento econômico.

Economias mais desenvolvidas, como as dos Estados Unidos e Inglaterra apresentam mercados de capitais muito ativos, que permitem oferecer às empresas formas distintas de acesso aos recursos requeridos para o crescimento econômico.

Por outro lado, em alguns países europeus, como a Alemanha, e no Japão, ainda predomina a presença de um mercado financeiro forte, como elemento essencial do desenvolvimento financeiro.

Em suma, não existe nenhuma indicação no sentido de que exista uma tendência de aumento da desintermediação financeira na medida em que o desenvolvimento financeiro avança e parcelas maiores dos requisitos de capital das empresas passam a ser supridos pelo mercado de capitais.

Também é importante entender e analisar o sistema financeiro, quanto ao aspecto do grau de participação do Estado nos diferentes agentes que o compõe. Nos países mais desenvolvidos do hemisfério norte (Estados Unidos, países da Comunidade Econômica Européia e Japão), o mercado financeiro e o mercado de capitais são essencialmente privados, enquanto que no caso de países emergentes, como a Coreia e mesmo a China, a

presença do Estado no mercado financeiro é um ponto essencial. Provavelmente esta será uma das linhas de pesquisa que deverão ser desenvolvidas no futuro próximo, uma vez que o número de estudos empíricos existentes sobre o assunto é insuficiente.

Considerando agora a experiência brasileira, desenvolvida no período de quarenta anos abrangido pelo presente trabalho, fica evidenciado que a contribuição dos mercados ao crescimento econômico foi bem mais acentuada no espaço das primeiras duas décadas do que entre 1985 e 2004.

Aparentemente existem duas razões para esse comportamento. Em primeiro lugar, em decorrência da rápida estruturação dos mercados em 1964, o país passou a contar com um conjunto de instituições que representava – na ocasião – um grande salto qualitativo em termos comparativos com a situação anteriormente vigente. Assim, a partir de uma situação incipiente que caracterizava o sistema financeiro e suas relações com a economia no período anterior a 1964, foi possível dispor dos elementos necessários para impulsionar a produção nacional e o comércio externo de maneira bastante acentuada. O segundo aspecto que cabe destacar é a conjuntura internacional, francamente favorável ao crescimento econômico, que existia anteriormente ao primeiro choque do petróleo, e que permitiu um razoável grau de internacionalização do mercado financeiro brasileiro. Dessa maneira foram formados os primeiros bancos de investimento e a captação de financiamentos no exterior serviu para complementar os escassos recursos oriundos da poupança interna, fornecendo meios para a expansão dos investimentos e da produção nacional.

Por outro lado, o período subsequente ao segundo choque do petróleo, caracterizado pelo fechamento desses mercados financeiros internacionais ao Brasil provocou uma crise acentuada, com o governo tendo de recorrer ao mercado interno para financiar seus déficits orçamentários. A impossibilidade de contar com recursos externos e a estratégia adotada para

enfrentar o choque do petróleo, que era essencialmente voltada à substituição das importações de insumos básicos, fizeram com que o país não tivesse uma alternativa à crise da dívida dos anos 80 e passasse a exportador de capitais.

A superação da crise da dívida dos anos 1980 e a concretização da estabilidade econômica, frutos colhidos durante os anos 1990, não trouxeram de volta, no entanto, o crescimento econômico. Após a implementação do Plano Real verifica-se que a economia brasileira passou a apresentar problemas ligados à estrutura da política fiscal, com grande expansão da dívida pública interna, que provocaram políticas monetárias mais conservadoras, caracterizadas por elevados níveis de taxas de juros reais, ao mesmo tempo em que, no plano fiscal, eram adotadas medidas para expandir a arrecadação tributária e reduzir os dispêndios do Tesouro Nacional. Em conseqüência reduziu-se o dinamismo da economia, com um menor volume de investimentos e, naturalmente, verificaram-se baixas taxas de crescimento do produto bruto.

Conquanto os mercados financeiros e de capitais tenham experimentado, ao longo de todo o período analisado e mais particularmente na década dos anos 1990, um grande processo de crescimento e de ganho de sofisticação, muito há para ser realizado. Inicialmente será necessário contar com uma expansão da poupança nacional, que por sua vez dependerá das possibilidades de redução da carga tributária, o que não parece possível no horizonte de tempo mais próximo. Sem esse incremento da poupança agregada não será possível implementar de forma consistente o mercado secundário de títulos de dívida, que se constitui em um ponto essencial para o processo de crescimento econômico. Por outro lado, sem que esse mercado possa operar, não existem possibilidades concretas de aumento na concorrência entre os diferentes conglomerados financeiros, e portanto o desencadeamento de um processo consistente de redução dos *spreads* bancários e de elevação da participação do crédito na formação do consumo agregado da população.

Finalmente, cabe levantar a questão da educação dos agentes do mercado. Vários dos profissionais ouvidos pelo autor foram coincidentes em afirmar ser necessário atrair novos participantes para o mercado de capitais.

Este seria o meio para expandir sua importância e reforçar a tendência que já existe em outros países, de substituição do mercado financeiro pelo mercado de capitais quando se trata de captar recursos volumosos por companhias abertas de médio e grande porte.

Infelizmente a possibilidade de atração de novos participantes se acha limitada pela disponibilidade de recursos provenientes da poupança agregada, que, por sua vez, depende da carga tributária que existe no país e que reduz a renda pessoal disponível.

BIBLIOGRAFIA

ABREU, Marcelo de Paiva, (ed.) *A Ordem do Progresso: Cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*, Rio de Janeiro: Campus, 1990.

ALMEIDA, Maria Hermínia Tavares. "Negociando a reforma: a privatização de empresas públicas no Brasil". *Dados*. Rio de Janeiro: IUPERJ, (4) 1999.

_____. "Pragmatismo por necessidade: os rumos da reforma econômica no Brasil". *Dados*. Rio de Janeiro: IUPERJ, 39 (2), 1996.

ANDREZO, Andréa Fernandes & LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro – Aspectos Históricos e Conceituais*. S. Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

ARESTIS, P. & DEMETRIADES, P. Finance and growth: is Schumpeter right? *Análise Econômica*, 6 (30), 1998, p. 5-21.

ARIDA, Pérsio - *Hiper Inflação – A Estabilização Interna: Reservas para Pagar a Dívida Interna*. São Paulo: Dinheiro Vivo, 1985.

ARRAES, Ronaldo A. & TELLES, Vladimir Kühl. Endogeneidade e exogeneidade do crescimento econômico: uma análise comparativa entre Nordeste, Brasil e países selecionados. *Revista Econômica do Nordeste*, 31 (n. especial), 2000, p. 754-776.

ASSAF NETO, A. *Mercado Financeiro*. S. Paulo: Editora Atlas, 1999.

BAER, Werner. *A Economia Brasileira*. São Paulo: Nobel, 2002.

_____. *A Industrialização e o Desenvolvimento Econômico do Brasil*. Rio de Janeiro: Ed. da Fundação Getúlio Vargas, 1979.

BACHA, Edmar L. *Os Mitos de uma Década: Ensaio da Economia Brasileira*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1978.

BACHA, Edmar L. & OLIVEIRA F^o., Luiz Chrisostomo de (org) *Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico – lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro; São Paulo: Contra Capa Livraria; ANBID, 2005.

BALAN, Jorge (org.) *Centro e Periferia no Desenvolvimento Brasileiro*. São Paulo: Difel, 1974.

BANCO INTERAMERICANO DE DESAROLLO. *Os Mercados de Capitais no Brasil*. México: Centro de Estudos Monetários Latinoamericanos, 1968.

BATISTA JR., Paulo Nogueira. *Da Crise Internacional à Moratória Brasileira*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1988.

BAUMANN, Renato (org). *Brasil - Uma Década em Transição*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

BECK, T.; DEMIRGUÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Bank Competition and Access to Finance – International Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 36, nº 3, 2004.

BENCIVENGA, Valerie R. & SMITH, Bruce D. Finance intermediation and endogenous growth. *Review of Economic Studies*, 58, 1991.

BENCIVENGA, Valerie R.; SMITH, Bruce D. & STARR, B. Transaction Costs, Technological Choice and Endogenous Growth, *Journal of Economic Theory*, outubro de 1995, p. 153 a 177.

BESSADA, Octávio. *O Mercado Futuro e de Opções*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Editora Record, 1998.

BEVILAQUA, Afonso. Metas de Inflação e Evolução da Taxa de Câmbio no Brasil. *Banco Central do Brasil*, abril, 2005.

BIELSHOWSKY, Ricardo. *Pensamento Econômico Brasileiro: O Ciclo Ideológico do Desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Contra Ponto, 1996.

BLOCH, H. & HANG, S. H. T. The Role of Financial Development in Economic Growth. *Progress in Development Studies*, 3, 3 (2003), p. 243 a 251.

BNDES. *BNDES – 50 Anos*. Rio de Janeiro: BNDES, 2002.

BOECHAT, Dalton.; BERTOLOSSI, Flávio Motta. Novo Acordo da Basiléia. *Retrospectiva 2001*, Andima.

BOISSIEU, Christian de. Derivatives markets and systemic risks: some reflections. LSE Financial Markets Group Conference on The Implications of Derivatives for Regulation London, December, 1994. *The European Journal of Finance* 1, 1995, p. 57-68.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, Mercado de Capitais.

BORN, Brooksley. *International Regulatory Responses to Derivatives Crises: The Role of the U.S. Commodity Futures Trading Commission*.

BRAITHWAITE, John & DRAHOS, Peter. *Global Business Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2000. p. 97-101.

BUDD, Leslie. Globalization, Territory and Strategic Alliances in Different Financial Centres. *Urban Studies*, vol.32, nº 2, 1995. p. 345 – 360.

BULHÕES, Octavio Gouvêa. *Economia e Política Econômica*. Rio de Janeiro: Agir, 1960.

BULHÕES, Octavio Gouvêa; BACHA, Edmar L. & BAER, Werner. *Ensaio Econômicos*. Rio de Janeiro: APEC, 1972.

CAMERON, R. *et alia*. *Banking in the Early Stages of Industrialization*. New York: Oxford University Press, 1967.

CAMERON, R. *A Concise Economic History of the World*. 2nd. ed. New York: Oxford University Press, 1993.

CAMPOS, Roberto de Oliveira. *Três Falácias do Momento Brasileiro*. São Paulo: Centro e Federação das Industrias, 1957.

_____. *Programa de Ação Econômica do Governo, 1964/1966: Síntese*. Rio de Janeiro: EPEA, 1964.

_____. *Política Econômica e Mitos Políticos*. Rio de Janeiro: APEC, 1965.

_____. *Ensaio Contra a Maré*. Rio de Janeiro: APEC, 1969.

_____. *Ensaio Econômicos*. Rio de Janeiro, APEC, 1974.

_____. *Planejamento do Desenvolvimento Econômico de Países Desenvolvidos*. Manila: Berf, 1976.

_____. *A Lanterna na Popa*. Rio de Janeiro: Topbooks, 2002.

CARDOSO, Eliana A & FISHLOW, Albert. *Macroeconomia da dívida externa*. São Paulo: Brasiliense, 1989.

CARDOSO, Renato Fragelli; KOYAMA, Sérgio Mikio. *A Cunha Fiscal Sobre o Spread Bancário no Brasil*. Working Paper s/n. Rio de Janeiro: EPGE da Fundação Getúlio Vargas, 2000.

CARNEIRO, Dionísio Dias & VALPASSOS, Marcus Vinicius Ferrero – *Financiamento à Habitação e Instabilidade Econômica*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2003.

CARVALHO, A. G. *Desenvolvimento Financeiro e Crescimento Econômico*. São Paulo, FEA-USP, 2001.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. Financial Innovation and the Post Keynesian approach to the “process of capital formation”. *Journal of Post Keynesian Economics / Spring 1997, vol.19, nº 3 – 461*.

_____. Bretton Woods aos 60 anos. In http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/brettonwoods_aos_60_anos.pdf, consultado em 01/11/2005.

_____. The Recent Expansion of Foreign Banks in Brazil: First Results. *Latin American Business Review*, vol. 3, nº 4, 2002.

CARVALHO, Luis N. *Uma Contribuição à Auditoria do Risco de Derivativos*. S. Paulo, 1996. Tese de doutoramento em Contabilidade apresentada à FEA-USP, 155 pag.

CASTRO, Antonio Barros. *O capitalismo ainda é aquele*. 1ªed. Rio de Janeiro: Forense-Universitária, 1979.

CERF - *Relatório final da Comissão Executiva da Reforma Fiscal, criada por decreto de 5 de maio de 1992*. Coordenador: Ary Oswaldo de Mattos Filho. Membros: Augusto Jefferson de Oliveira Lemos, Carlos Alberto Longo, José Teófilo de Oliveira, Osmundo Rebouças e Sergio Ribeiro da Costa Werlang.

CHAPMAN, Alger B. Duke. Future of the Derivatives Markets: Products, Technology, and Participants. *Financial Management Association 24 th Annual Meeting*, St. Louis. Missouri, October 14, 1994.

CHATIRAS, Manolis. The Future of Futures: “FutureSource.com”. *Journal of Alternative Investments*, spring, 2004.

CHEW, Lillian. *Gerenciando o Risco de Derivativos*. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 1999.

COMITÊ DA BASILÉIA SOBRE A SUPERVISÃO BANCÁRIA – *Convergência Internacional de Mensuração de Capital e Padrões de Capital – Estrutura Revisada*, Bank For International Settlements, Junho, 2004.

COSTA, Roberto Teixeira da. *Brazil's Experience in Creating a Capital Market*. São Paulo: BOVESPA, 1985.

COSTA JR., Newton Carneiro Affonso, LEAL, Ricardo Pereira Câmara, LEMGRUBER, Eduardo Faço – (org.) *Mercado de Capitais – Análise Empírica no Brasil*. 1ª ed., S. Paulo: Editora Atlas, 2000.

CYSNE, Rubens Penha. Brasil : desenvolvimento e reforma do sistema financeiro. In: *A Última Década – Ensaios da FGV sobre o desenvolvimento brasileiro nos anos 90*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 1993.

DARRAT, A. F. Are financial deepening and economic growth causality related ? Another look at the evidence. *International Economic Journal*, 13 (3), p. 19-35, Autumn, 1999.

DEAN, W.K. *A Industrialização de São Paulo*. São Paulo: Alfa-Ômega, 1975.

DE GREGORIO, J. & GUIDOTTI, P.E. Financial development and economic growth. *World Development*, 23. 1995

DELFIN Netto, Antônio. *Só o político pode salvar o economista*. Rio de Janeiro: Edição do Autor, 1986.

_____. Neocolonizados ou Neobobos? *Carta Capital*, 15/03/2000, p. 36-43.

DEMETRIADES, P.O. & HUSSEIN, K.A. Does financial development cause economic growth? Time series evidence from 16 countries. *Journal of Development Economics*, 51. 1996.

DERMIRGUÇ-KUNT, A. & MAKSIMOVIC, V. Stock Market Development and Financing Choices of Firms. *World Bank Economic Review (mai)* Washington/DC : The World Bank, 1996, p. 341-370.

DINIZ, Eli. Brasil anos 1990: globalização, reestruturação produtiva e elites empresariais. In: *Globalização, reformas econômicas e elites empresarias*, Rio de Janeiro, Editora FGV, 2000.

DOELLINGER, Carlos Von. Reordenação do Sistema Financeiro. In: *Perspectivas da Economia Brasileira 1992*. Brasília: IPEA, 1991.

DOPUCH, Nicholas; KING, Ronald R.; SCHWARTZ, Rachel. Independence in Appearance and in Fact: An Experimental investigation. *Contemporary Accounting Research*, vol. 20, nº 1, spring 2003, pp.79 – 114.

DORRIS, Malcolm S.; PANAYOUTOU, Anna E. Multi-Seller Commercial Paper Conduits and Securitization. A Brief History and Current Challenges. *The Journal Of Structured and Private Finance*. Winter, 2004.

DUQUE, João; FAZENDA, Ana Rita. Evaluating Market Supervision Through an overview trading halts in the Portuguese stock market. *Journal Of Financial Regulation and Compliance*, vol. 11, nº 4, 26 set, 2003.

DURIGAN, Paulo Luiz. *O Fundo de Compensação de Variações Salariais – FCVS e as Quitações de Saldo no S.F.H.* in <http://www.apriori.com.br/durigan>, consultado em 22/04/2004.

ERGUNGOR, O. E. Comment on “Bank Competition and Access to Finance – International Evidence”, by Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt and Vojislav Maksimovic. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 36, nº 3, junho 2004.

FARO, Clovis. Sistema Financeiro de Habitação: a necessidade de reforma. *In: A Última Década – Ensaios da FGV sobre o desenvolvimento brasileiro nos anos 90*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 1993.

FAUVER, Larry; HOUSTON, Joel; NARANJO, Andy. Capital Market Development, International Integration, Legal Systems, and the value of Corporate Diversification: A Cross – Country Analysis. *Journal Of Financial and Quantitative Analysis*. School of Business Administration, University of Washington, Seattle, vol.38, mar, 2003.

FERREIRA, Alcides; HORITA, Nilton. *BM&F – A História do Mercado Futuro no Brasil*. São Paulo: Cultura Editores Associados, 1996.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal & FREITAS, Maria Cristina Penido. *Mercado Internacional de Crédito e Inovações Financeiras*. S. Paulo: Fundap, 1990.

FERREIRA, Gabriel Jorge. O Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, nº 14 out./dez., 2001.

FIORI, José Luiz. Globalização e democracia. *In: Os moedeiros falsos*, 3ª. ed. São Paulo: Vozes, 1997.

FISHER, Stanley. *The Importance of Financial Markets in Economic Growth*. Trabalho apresentado na Primeira Conferência Internacional de Mercados Derivativos da BM&F, Campos do Jordão, 2003.

FONSECA, Roberto Gianetti da. *Memórias de um Trader*. S.Paulo: IOB, 2002.

FONTANA, Joseph P. *La História Después Del Fin de La História*. Barcelona: Ed. Critica, 1992.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro Produtos e Serviços*. 15ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2002.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. Abertura do Sistema Bancário Brasileiro. In: *Abertura do Sistema Financeiro no Brasil nos Anos 90*, Maria Cristina Penido de Freitas (org). S. Paulo: Fundap: Fapesp; Brasília: Ipea, 1999.

FUNDAÇÃO INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). *Estatísticas Históricas do Brasil: séries econômicas, demográficas e sociais, de 1500 a 1985*. Rio de Janeiro, 1987.

FURET, François. *Teoria da História*. S.Paulo: Ed. Cultrix, 1977.

FURTADO, Celso. *Perspectiva da Economia Brasileira*, Rio de Janeiro: DASP, 1958.

_____. *A Pré- Revolução Brasileira*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1962.

_____. *Dialética do Desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1964.

_____. *Desenvolvimento e Subdesenvolvimento*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1965.

_____. *Teoria e Política do Desenvolvimento Econômico*. São Paulo: Nacional, 1968.

_____. *Um Projeto para o Brasil*. Rio de Janeiro: Saga, 1968.

_____. *Subdesenvolvimento e Estagnação na América Latina*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1968.

_____. *Formação Econômica da América Latina*. Rio de Janeiro: Lia, 1969.

_____. *A Hegemonia dos Estados e o Subdesenvolvimento da América Latina*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1973.

_____. *O Mito do Desenvolvimento Econômico*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1974.

_____. *Análise do Modelo Brasileiro*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1975.

_____. *Formação Econômica do Brasil*. São Paulo: Nacional, 1989.

FURTADO, Milton Braga. *Síntese da Economia Brasileira*. 7ª ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

GALVEAS, Ernane. *Sistema Financeiro e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1985.

GARCIA, Fernando & GOLDBAUM, Sergio. Apêndice A: O pensamento econômico latino-americano: o manifesto cepalino de Prebisch. In: FUSFELD, Daniel. *A Era do Economista*. São Paulo: Saraiva, 2001

GEREFFI, Gary. Global production systems and the third world In: STALLINGS, Barbara. *Global change, regional responses: the international context of development*. Cambridge: Cambridge University Press, 1995.

GIAMBIAGI, Fabio *et allia*. *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro: Elsevier Editora, 2005.

GIAMBIAGI, Fabio; REIS, José Guilherme; URANI, André (org). *Reformas no Brasil: Balanço e Agenda*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2004.

GIL, Antonio Carlos. *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social*. 4ª. ed., São Paulo: Atlas, 1994.

GOLDSMITH, R. *Financial Structure and Development*, New Haven, CT, Yale University Press, 1969.

GONÇALVES, Antônio C. P. *Crescimento Econômico e Setor Financeiro no Brasil Pesquisa e Planejamento Econômico*, 10, 1980.

GRAHAM, R. *Grã-Bretanha e o Início da Modernização do Brasil*. São Paulo: Brasiliense, 1973.

GRIFFITH-JONES, Stephany & STALLINGS, Barbara. New global financial trends: implications for development. In: STALLINGS, Barbara, ed. *Global change, regional responses the new international context of development*, Cambridge: Cambridge University Press, 1995.

GROSSMAN, Gene & HELPMAN, Elhanan. *Innovation and Growth in the Global Economy*. Cambridge, MA: MIT Press, 1991.

GUIA PARA INVESTIMENTOS DE MERCOSUL NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO. São Paulo: Elaborado por Interlink Consultoria de Mercado de Capitais S/C Ltda.

GUIMARÃES, Pedro. How Does Foreign Entry Affect the Domestic Banking Market ? The Brazilian Case. *Latin American Business Review*, vol. 3, nº 4, 2002.

HEEREN, Kai-Alexander; RIECKERS, Oliver. *Legislative Responses in Times of Financial Crisis – New Deal Securities Legislation, Sarbanes-Oxley Act and Their Impact on Future German and EU Regulation*. European Business Law Review, New York: NYU School of Law, 2003.

HICKS, J. *A Theory of Economic History*. Oxford: Clarendon Press, 1969.

HIRSCHMAN, A. O. *Política Econômica na América Latina*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1965.

HULL, J. *Introdução aos Mercados Futuros e de Opções*. São Paulo: BM&F, 1996.

JAYARATNE, J. & STRAHAN, P.E. The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Deregulation. *Quarterly Journal of Economics*, 111, Cambridge, 1996, p. 639-670.

JUNIOR, Nelson Alves de Aguiar. Aspectos Jurídicos fundamentais do sistema de pagamentos brasileiro. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, nº 11, jan/mar, 2001.

KHAN, Mohsin S. & SENHADJI, Abdelhak. Threshold effects in the relationship between inflation and growth. *IMF Working Paper WP/00/110*, Washington/DC: International Monetary Fund, June, 2000.

KING, R & LEVINE, R. Financial Intermediation and Economic Development In: *Financial Intermediation in the Construction of Europe*, Eds: Colin Mayer e Xavier Vives. London: Center for Economic Policy Research, p. 159-189.

_____ Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, 1993, p. 717-737.

_____ Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics*, Amsterdam, 1993, p. 513-542.

KRASA, S. e VILLAMIL, A. Monitoring the Monitor: An Incentive Structure for a Financial Intermediary. *Journal of Economic Theory*, 06/1992, p.197-221.

KUCZYNSKI, Pedro-Pablo & WILLIAMSON, John. *Depois do Consenso de Washington – Retomando o crescimento e a reforma na América Latina*. S. Paulo: Saraiva, 2003.

LACERDA, Antônio Corrêa *et alia*. *Economia Brasileira*. São Paulo: Saraiva, 2000.

LAGO, Luiz Aranha Corrêa. A Retomada do Crescimento e as Distorções do "Milagre" 1967-1973, in *A Ordem do Progresso – Cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

LA PORTA, Rafael *et alii*. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, vol 52, nr 3 , Oxford, 1997, p. 1131-1151.

LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, XXXV. Nashville, 1997, p. 688-726.

_____ Law, finance and economic growth. Washington: The World Bank Group, 1997. (Disponível em: <http://www.worldbank.org/research/growth/abslev3.htm>, acessado em 4.08.2004).

_____ The legal environment, banks and long-run economic growth. *Journal of Money, Credit and Banking*, 30 (3) part 2, 1998, p. 596-613.

LEVINE, R. & ZERVOS, S. Stock Market Development and Long-Run Growth. *World Bank Economic Review*. Washington/DC: may 1997, pp. 323-339.

LEVINE, R. LOYASA, N. & BECK, T. *Financial intermediation and growth: causality and causes*. The World Bank, Washington, September, 1999.

LIST, G.F. *Sistema Nacional de Economia Política*. São Paulo: Nova Cultural, 1986.

LOSADA ALDANA, Ramon & RANGEL, Ignácio M. *Dialética do Subdesenvolvimento*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1968.

LOZARDO, E. *Derivativos no Brasil – Fundamentos e Práticas*. S. Paulo: BM&F, 1998.

LUCAS Jr, R. E. On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, XXII, 1988.

LUZ, N.V. *A Luta pela Industrialização do Brasil*. São Paulo: Alfa-Ômega, 1975.

MAGALHÃES, João P. Almeida. *Formação econômica do Brasil*. Rio de Janeiro, CARTA MENSAL, Vol. 43, nº 510 / setembro de 1997.

MAKLER, Harry M. Bank Transformation and Privatization in Brazil Financial Federalism and Some Lessons about Bank Privatization. *The Quaterly Review of Economics and Finance*, 40 (2000), p. 45-69.

MANKIEW, G.N.; ROMER, D. & WEIL, D.N. A Contribution to the empirics of economic growth. *Quaterly Journal of Economics*, 107, 1992, p. 407-437.

MARTONE, Celso et al. *Uma Proposta de Reforma Fiscal para o Brasil*. São Paulo : FIPE, 1994.

MATOS, Orlando Carneiro de. *Desenvolvimento do Sistema Financeiro e Crescimento Econômico no Brasil: Evidências de Causalidade*. Trabalhos para Discussão – 49. Brasília. Banco Central do Brasil, 2002.

MAZIERO, Pricila & WERLANG, Sergio Ribeiro da Costa. Política Monetária e Autonomia do Banco Central. *In: Reformas no Brasil: Balanço e Agenda*, Fabio Giambiagi, José Guilherme Reis e André Urani (org). Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2004.

MCKINNON, Ronald. *Money and Capital in Economic Development*. Washington DC: Brookings Institution, 1973.

MODIGLIANI, Franco & MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48, 1958.

MOLONEY, Niamh. New Frontiers Inc. Ec. Capital Markets Law: From Market Construction To Market Regulation. *Common Market Law Review*, 2003.

MONTE, Paulo A. & TAVORA JR, José L. Fontes de Financiamento do Nordeste e o produto interno bruto da região. *Revista Econômica do Nordeste*, 31 (n. especial), novembro de 2000, p. 676-695.

MONTEIRO FILHA, Dulce Corrêa. A Contribuição do BNDES para a Formação da Estrutura Setorial da Indústria Brasileira no Período 1952/89. *Revista do BNDES* 3, Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, Junho de 1995.

MOTTA, Adolfo de. Managerial Incentives and Internal Capital Markets. *The Journal Of Finance*. Vol. LVIII, n^o 3, Jun. 2003.

MUKHERJEE, Barsendu. Review of The New Generation of Risk Management for Hedge Funds and Private Equity Investments. *Review Of The New Generation Of Risk Management For Hedge Funds And Private Equity Investments*, Amherst, Summer, 2004.

MUNHOZ, Dércio Garcia. *Economia Aplicada – Técnicas de Pesquisa e Análise Econômica*. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1989.

NESS Jr, W. L. *The phasing out of government banking in Brazil*. Unpublished paper prepared for the Conference on Bank Privatization, Washington, D.C: World Bank. 1999.

ORLANDI, Eni Pulcinelli. *Discurso e Leitura*. Campinas: Ed. Unicamp, 1998.

OCDE. *Estudos Econômicos: Brasil 2000-2001*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2001.

PANCHOLI, Dulari. The Benefits of Hybrid Mutual Funds. *Journal of Alternative Investments*, Spring, 2004.

PAGANO, M. Financial Markets and Growth: an overview. *European Economic Review*, 37, Amsterdam, 1993, p. 613-622

PAULA, Luiz Fernando R. de. Expansion Strategies of European Banks to Brazil and Their Impacts on Brazilian Banking Sector. *Latin American Business Review*, vol. 3, n^o 4, 2002.

PELÁEZ, Carlos Manuel. *História da Industrialização Brasileira*. Rio de Janeiro: APEC, 1972.

PENNINGS, Joost M. E.; WETZELS, Martin G. M.; MEULENBERG, Matthew T.G. The marketing-finance interface towards financial services with special reference to the new services provided by futures exchanges. *European Journal of Marketing*. Vol. 33, n.º 5/6, 1999, pp. 531-547.

PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. *Desenvolvimento e Crise no Brasil*. São Paulo: Brasiliense, 1975.

PEREIRA, Luiz Carlos Bresser; PRZEWORSKI, A. & MARACALL, J. M. (ed.) *Economic reforms in new democracies: a social-democratic approach*. Cambridge: Cambridge University Press, 1993.

PERRICONE, Sheila. Fundos de Investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, nº 11 jan./mar.2001.

PINHEIRO, Juliano de Lima. *Mercado de Capitais*. 1ª ed. S. Paulo: Editora Atlas, 2001.

PINHEIRO NETO ADVOGADOS. São Paulo: Pinheiro Neto Advogados, nº 1, dez. 2003.

_____ . São Paulo: Pinheiro Neto Advogados, nº 2, jan. 2004.

_____ . São Paulo: Pinheiro Neto Advogados, Anexo BI 1.667, jun. 2001.

_____ . São Paulo: Pinheiro Neto Advogados, Anexo BI 1.700, mar. 2002.

_____ . São Paulo: Pinheiro Neto Advogados, Anexo BI 1.735, nov. 2002.

PRADO JR., Caio. História Quantitativa e Método de Historiografia. *Revista Debate e Crítica*, nº 6, julho de 1975.

PUGA, Fernando Pimentel. *Sistema Financeiro Brasileiro: Reestruturação Recente, Comparações Internacionais e Vulnerabilidade à Crise Cambial*. Texto para Discussão nº 68. Rio de Janeiro. BNDES, 03/1999.

RHAGURAN, R. & ZINGALES, L. Financial Dependence and Growth. *American Economic Review* (88), 1998. p. 559-586.

RANGEL, Ignácio. *A Inflação Brasileira*. São Paulo: Bial, 1986.

_____. *Economia Brasileira Contemporânea*. São Paulo: Bial, 1987.

REID, Alan S. The Internationalization of Corporate Governance Codes of Conduct. *Business Law Review*, out, 2003.

REIS, JOSÉ CARLOS. *As Identidades do Brasil: de Varnhagem a FHC*. Rio de Janeiro: Ed. Fundação Getúlio Vargas, 1999.

RESENDE, André Lara *et allia*. *Dívida Externa, Recessão e Ajuste Estrutural – O Brasil diante da Crise*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra, 1987.

RESENDE, André Lara. Da inflação crônica à hiperinflação: observações sobre o quadro atual. *Revista de Economia Política*, Vol. 9, nº 1 /março. São Paulo: Brasiliense, 1989.

ROBINSON, Joan. *The Generalization of the General Theory*. The rate of interest and other essays. Westport: Hyperion Press, 1982, p. 67-142.

RODRIGUES, J.H. *Conciliação e Reforma no Brasil*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1965.

RODRIGUEZ, F.& RODRIK, D. *Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic's Guide to the Cross-National Evidence*. NBER Working Papers 7081, National Bureau of Economic Research, 1999.

RODRIK, Dani. *The new global economy and developing countries: making openness work*. Washington DC.: Johns Hopkins University Press, 1999.

ROE, Alan R. Assymetries between Rich and Poor Countries in Financial Crisis Responses: The Need for a Flow-of-Funds Approach. *Economic Systems Research*, vol. 15, nº 2. June, 2003.

ROMER, Paul. Increasing Returns to Scale and Long-run Growth. *Journal of Political Economy*, XCIV, 1986, p. 1002-37.

RONCI, Marcio. Reforma das Instituições Financeiras. *In: A Última Década – Ensaios da FGV sobre o desenvolvimento brasileiro nos anos 90*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 1993.

SADDI, Jairo. Por uma nova visão do regulador bancário. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, nº 13, jul./set, 2001.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Política de Dividendos. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, nº 14, out./dez., 2001.

SANTOS, José Evaristo dos. *Mercado Financeiro Brasileiro*, 1ª ed. S. Paulo: Editora Atlas, 1999.

SAUNDERS, Mark; LEWIS, Philip & THORNHILL, Adrian. *Research Methods for Business Students*. London: Pitman Publishing, 1997.

SCHEINKMAN, José Alexandre. O Desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil. *Painel “A nova economia e a poupança de longo prazo”*, apresentado no 21º Congresso da Abrapp, 2000.

SCHUMPETER, Josef A. *The Theory of Economic Development*. 10th ed. New Brunswick (NJ). Transaction Publishers, 2004.

SCIANNI, Gina N.; From Behind the Corporate veil: The Outing Of Wall Street’S Investment Banking Scandals – Why Recent Regulations May Not Mean The Dawn Of a New Day. *Fordham Journal Of Corporate e Financial Law*, vol. IX.

SERRA, José. Ciclos e mudanças estruturais na economia brasileira do após-guerra. *Revista de Economia Política*, São Paulo, Vol. 2/2, nº6 / abril/junho de 1982.

SHAN, J. & MORRIS, A. Does Financial Development “Lead” Economic Growth ? *International Review of Applied Economics*, vol 16, nº 2, 2002.

SHAW, Edward. *Financial Deepening in Economic Development*. New York, Oxford University Press, 1973.

SILVA, José Pereira *Gestão e Análise de Risco de Crédito*. São Paulo: Editora Atlas, 2000.

SILVA, Victor da & BUESCU, Mircea. *Dez Anos de Renovação Econômica*. Rio de Janeiro: APEC, 1974.

SIMMONS, Beth A. The International Politics Of Harmonization: The Case Of Capital Market Regulation. *International Organization* 55, 3, Summer 2001, pp. 589 – 620.

SIMONSEN, Mário Henrique. *Brasil, 2001*. Rio de Janeiro: APEC, 1972.

SIMONSEN, Mario Henrique & CAMPOS, Roberto de Oliveira. *A Economia Brasileira*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1974.

SINGER, Paul. *A crise do "milagre". Interpretação crítica da economia brasileira*. 7^o ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1982.

SKIDMORE, Thomas. *Brasil: de Getúlio a Castelo*. 9^a ed., Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1988.

_____. *Brasil: de Castelo a Tancredo*. 2^a ed., Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1988.

SKIDMORE, Thomas, BAER, Werner, CLINE R. William, PACKENHAM, Robert. *O Brasil na Década de 70*. Rio de Janeiro: Zahar, 1978.

SOLA, Lourdes. *Estado, transformação econômica e democratização no Brasil*. São Paulo: Paz e Terra, 1993.

SOLA, Lourdes; KUGELMAS, Eduardo; WHITEHEAD, Laurence (org). *Banco Central, autoridade política e democratização: um equilíbrio delicado*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002.

SOLOW, R.M. A contribution to the theory of economic growth. *Quarterly Journal of Economics*, LXX, p. 65-94.

SOUSA, Lucy Aparecida de. *O Mercado de Capitais Brasileiro no período 1987-97*. (Tese de Doutorado apresentada). Campinas – Instituto de Economia, 1998.

SPINOLA, Noenio. *O Futuro do Futuro: pequeno relatório de viagem ao mercado brasileiro de capitais e de trabalho no século XXI*. S. Paulo: Futura, 1998.

STERN, Nicholas. The Economics of development: a survey. *Economics Journal*, 99 (397), September, 1989, p. 597-685.

STIGLITZ, Joseph. *More instruments and broader goals: moving toward the post Washington Consensus*. Disponível em: The 1998 Wider Annual Lecture < www.theworldbank.org >. Consultado em 17/ago/2004.

STUDART, Rogerio. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. *Revista de Economia Política*, 13(1),1993, p. 101-38.

STUDART, Rogerio & Weiss, A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, June 1981.

SUZIGAN, Wilson. *Indústria Brasileira – Origem e Desenvolvimento*. São Paulo: Editora Brasiliense, 1986.

TAVARES, Maria da Conceição. *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*. 9ª ed., Rio de Janeiro: Zahar, 1981.

TAVARES, Maria da Conceição & DAVID, Maurício Dias. *A economia política da crise – Problemas de impasses da política econômica brasileira*. 4º ed. Rio de Janeiro: Vozes Achimé, 1982.

TAVARES, Maria da Conceição. A crise financeira global. *Revista de Economia Política*. São Paulo: Brasiliense, Vol. 3, nº2 / junho, 1983 p.15-25.

TAVARES, Maria da Conceição & FIORI, José Luis. *(Des)Ajuste Global e Modernização Conservadora*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.

TOLEDO Filho, Jorge Ribeiro de. *Introdução ao Mercado de Capitais Brasileiro*. 1ª ed., S. Paulo: Editora Lucre, 1997.

TRIMBATH, Susanne. Promoting Global Financial Development – Vive la Difference ! *Progress of Development Studies* 4, 1 (2004), p. 64-74.

TRINER, Gail D. Banking, economic growth and industrialization: Brazil, 1906-30. *Revista Brasileira de Economia*, V. 50, n.1, 1996, p. 135-53.

VASCONCELOS, Marco Antônio Sandoval; GREMAUD, Amaury Patrick, TONETO JR, Rudnei. *Economia Brasileira Contemporânea*. São Paulo: Atlas, 1996.

VELLOSO, João Paulo dos Reis (coord.) *A Modernização do Capitalismo Brasileiro: Reforma do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro; Livraria José Olympio Editora S.A., 1991.

VELLOSO, João Paulo dos Reis, PEREIRA, Luiz Carlos Bresser *et allia*. *Dívida Externa e Desenvolvimento*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1990.

VILAR, Pierre. *Iniciación al Vocabulário del Analisis Histórico*. Barcelona: Editorial Crítica, 1982.

WAGNER, Helmut. Central Bank Independence and the Lessons for Transition Economies from Developed and Developing Countries. *Comparative Economic Studies*, XLI, n° 4, p. 1-22.

WALD, Arnold. A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesses. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, n° 11, jan/mar, 2001.

WERLANG, Sérgio Ribeiro da Costa & FRAGA Neto, Armínio. Os bancos estaduais e o descontrole fiscal: alguns aspectos. *Revista Brasileira de Economia*, 49 (2), abril/junho de 1995, p. 265-75.

WILLIAMSON, John. Democracy and the Washington Consensus. *World Development*. Washington DC, 8 (21), Aug. 1993.

WORLD BANK. *Brasil Análise dos Sistemas Financeiros*, Rio de Janeiro: IBMEC, 1985.

WORLD BANK. *The Dilemma of Brazil's State banking system: an analysis and suggestions for reform*. 1990 (Report, 8.247-BR).

Anexo 1 - DELTEC - Reminiscências de Dauphinot²¹⁷

Uma das primeiras experiências brasileiras no mercado de capitais foi a da DELTEC. Tudo começou quando um grupo de jovens corretores de valores em Nova York decidiu prospectar o mercado de capitais no país, em consequência de suas experiências acumuladas no período de guerra, recebendo e administrando recursos que provinham da América Latina e do Brasil em particular.

Em maio de 1946 foi decidido que se devia formar um banco de investimentos, com 50% de capital norte-americano (Earl Elrick, com 14% e a corretora Kidder Peabody, com 36%) e 50% de capital nacional (cinco grupos brasileiros, cada qual com 10%: Mercantil de S. Paulo, Província do Rio Grande do Sul, Boavista, Português do Brasil e Monteiro Aranha).

Ao mesmo tempo, considerando que a obtenção de uma carta patente demandava tempo, ficou também resolvido que seria constituída uma pequena empresa, de caráter provisório, denominada DELTEC S/A, que teria como acionistas apenas os corretores norte-americanos (Clarence Dauphinot, com 75%, e Eddie Webster, Al Gordon e Earl Elrick, com a participação restante).

Após seis meses de tentativas, ficou claro que a concessão de carta patente iria demorar muito e o grupo resolveu criar uma empresa que fizesse a importação de automóveis e de produtos de consumo dos Estados Unidos. Foi feito um empréstimo de US\$ 100,000, equivalente à época a Cr\$ 2 milhões, junto a banqueiros de Wall Street e estabelecida uma empresa comercial com a denominação de Brazilian Automobile Company. Esta empresa foi fundida com a DELTEC no primeiro semestre de 1947, quando Elrick se retirou da sociedade, mantendo-se a denominação de DELTEC.

²¹⁷ Clarence Dauphinot foi fundador e presidente da DELTEC S/A e da DELTEC Panamerica S.A., empresa holding do grupo DELTEC, sediada em Nassau, Bahamas. Esta é uma condensação de texto escrito inicialmente em 1961 e que sofreu sucessivas emendas até 1968. O texto chegou às mãos do autor por meio de um aluno de administração na FAAP, neto do Sr. David Beatty III, sócio de Dauphinot.

Imediatamente após a fusão a empresa realizou sua primeira operação de subscrição, que atingiu o valor de Cr\$ 1 milhão, ou seja o equivalente a US\$ 50,000, para a empresa Listas Telefônicas Brasileiras, que se ocupava da impressão de guias telefônicos em convênio com a Companhia Telefônica Brasileira, do grupo AMFORP.

Em 1947, após seu fortalecimento em termos de patrimônio, a DELTEC assumiu com a AMFORP – American Foreign Power o underwriting²¹⁸ e distribuição de uma emissão da Companhia Brasileira de Energia Elétrica, concessionária de energia na região de Petrópolis. Entre 1947 e o final de 1949 a DELTEC, vendendo ações no balcão, com força de vendas agindo na região da concessão, conseguiu colocar o equivalente a Cr\$ 15 milhões, ou seja, US\$ 750,000. No final de 1949 foi realizada nova emissão, no mesmo valor, que foi inteiramente colocada até o final do primeiro semestre de 1950. Assim, a primeira distribuição de vulto de ações pela DELTEC atingiu o valor de R\$ 30 milhões, ou seja US\$ 1,500,000.

No final de 1949, a DELTEC realizou outra distribuição para o grupo AMFORP, desta vez na Companhia Paulista de Força e Luz. Essa concessionária de energia elétrica tinha sua área de atuação no interior de S. Paulo e a DELTEC conseguiu vender entre 1950 e 1953 um total de ações que superava os US\$ 13 milhões. Paralelamente foram lançadas no mercado primário ações da Companhia Telefônica do Espírito Santo, do grupo canadense Brazilian Traction e das concessionárias de energia dos estados de Paraná, Minas Gerais e Rio Grande do Sul, todas pertencentes ao grupo AMFORP. As vendas centralizadas em cidades do interior eram sempre mais bem sucedidas que aquelas realizadas em grandes capitais, onde a colocação de ações era mais difícil. Entre 1953 e 1959 foram realizadas 35 operações de underwriting e distribuição de ações.

²¹⁸ O mesmo que subscrição pública.

Anexo 2 – Entrevista com Roberto Teixeira da Costa²¹⁹

P – O senhor tem uma larga vivência nos mercados financeiros e de capitais. Como começou sua carreira?

Meu primeiro trabalho foi no Departamento de Economia da DELTEC, que era uma empresa multinacional estabelecida no final dos anos 40 no Brasil, cujo objetivo era de funcionar como um banco de investimento. Esse departamento mudou-se do Rio de Janeiro para S. Paulo em meados dos anos 60, época em que comecei a trabalhar em S. Paulo.

P - Pode especificar quais as atividades de mercado de capitais que a DELTEC fazia?

Bem, a DELTEC fazia basicamente distribuição primária de ações de empresas desde seu estabelecimento. Não havia movimento de mercado secundário nas Bolsas de Valores, que eram órgãos oficiais ocupados com câmbio e com títulos públicos, basicamente.

P - Mas o crédito de prazo mais longo, com exceção das linhas do BNDE, que havia sido criado em 1952, era muito escasso no Brasil, não?

Durante o Plano de Metas, com o Governo Juscelino Kubistcheck, ocorreu um grande crescimento da produção de bens de consumo durável. Isso levou ao estabelecimento das financeiras, como meio de se contornar a lei da usura, já que a inflação, a partir de 1957/58 começou a crescer muito. As Letras de Câmbio emitidas pelos financiados e que tinham o “aceite” das financeiras, representavam o meio de captar recursos para financiamentos de prazo mais longo que

²¹⁹ Roberto Teixeira da Costa é economista, tendo iniciado suas atividades profissionais em 1958, na Deltec S/A. Foi o criador e primeiro presidente da CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Ocupa vários cargos de membro do Conselho de Administração de inúmeras companhias abertas e é o Presidente do Banco Sul América S/A. A entrevista foi concedida ao autor em 17/06/2004, ocasião em que recebeu autorização exclusivamente para que seu conteúdo seja citado neste trabalho.

os 60/90 dias dos bancos da época. A Financeira mais importante do período era a FINASA, que pertencia a vários bancos, mas que terminou sendo controlada pelo Grupo Mercantil de S. Paulo, quando cada um desses bancos criou sua própria financeira. Essa empresa era a líder desse tipo de operação de bens de consumo durável.

P - Voltando ao mercado de capitais: qual foi o início desse mercado? Ocorreu com a criação da DELTEC?

A primeira instituição financeira a atuar como banco de investimento foi a IBEC – International Basic Economic Corporation, que a partir de 1946 começou a operar no Brasil. Coube à IBEC estabelecer o primeiro fundo de investimentos que o Brasil teve, o fundo CRESCINCO, em 1957. A IBEC pertencia ao grupo Rockefeller e, no início dos anos 1960 formou, com o grupo Moreira Salles, o BIB – Banco de Investimento do Brasil, que absorveu algumas operações da DELTEC.

P - E a DELTEC?

A DELTEC veio depois da IBEC, acho que em 1947/48, com a finalidade de promover vendas de ações em balcão. Eles tinham um grupo muito agressivo de vendedores que iam de porta em porta vendendo ações. No final dos anos 1950, sua força de vendas chegou a mais de mil representantes.

P - Quais ações importantes foram comercializadas pela DELTEC?

Bem, se for me referir ao tempo em que trabalhei lá, o maior lançamento de ações, que definitivamente contribuiu para mudar o mercado a seu modo, foi o lançamento das ações da Willys Overland do Brasil, na segunda metade da década de 1950. Mas sei que antes desse lançamento a empresa já tinha vendido algumas emissões, utilizando a mesma forma de trabalho.

P - Além desse trabalho, que mais a DELTEC fez durante esse período do final dos anos 1940 até o início da década de 1960?

A DELTEC funcionava como um banco de investimento: comprava participações em empresas e as vendia posteriormente, bem como estabeleceu – no final dos anos 1950, alguns fundos de investimento, depois do sucesso do Fundo CRESCINCO. Ela cometeu dois erros capitais: uma empresa denominada Fosforita, em Olinda, Pernambuco e uma concessionária Willys no Rio de Janeiro, chamada GASTAL.

P - A partir de suas reminiscências, é possível constatar que o mercado de capitais era bastante pouco desenvolvido e baseado fundamentalmente nas atividades de balcão...

Pois é, o grande problema era a falta de seriedade com que se atuava no mercado primário, o que era ainda mais grave porque os papéis não vinham para as bolsas de valores. No início dos anos 60, provavelmente em 1962/63, ocorreram dois casos bastante graves. O primeiro era o do lançamento de notas promissórias da Manesmann no mercado paralelo, que quando de seu vencimento – em 1964/65, se não me falha a memória – não foram reconhecidas pela empresa e portanto ocorreu um “calote” generalizado. A empresa dizia que nada devia e que não tinha feito emissão, e os portadores de NP, que havia comprado no mercado de balcão, perderam seus recursos. Outro caso muito rumoroso foi o das debêntures da Companhia Nova América, lançadas pela DELTEC, em que houve exigências de auditoria e reclamações de clientes. Essa situação irregular de mercado só foi sanada em 1965, com a Lei do Mercado de Capitais.

P - Voltando ao crédito ao consumidor, para bens duráveis: que outro grupo tinha uma atuação importante nessa faixa de mercado?

Um grupo importante foi o Independência/Decred, de José Luiz Moreira de Souza. Essa financeira teve grande participação no mercado de crédito ao consumidor, mas isso se deu já sob a Lei Bancária de 1964.

Anexo 3 - Entrevista com Luiz Fernando Figueiredo²²⁰

- P - Explique quais as razões que levaram o Banco Central a estabelecer o Sistema de Pagamentos Brasileiro.

O sistema anterior era muito arcaico, refletia uma realidade econômica que já não existia mais. Tornava o sistema financeiro muito exposto, e, na eventualidade de uma quebra de alguma instituição, quem honrava seus compromissos era o erário, trazendo severos prejuízos à sociedade brasileira.

- P - A existência do problema de liquidez no mercado, envolvendo os Bancos Marka e Fonte-Cindam, quando da desvalorização cambial de 1999, teve influência na decisão de estabelecer o SPB?

Não, a mudança envolvia problemas estruturais mais profundos.

- P - Quais as razões que levaram à decisão relativa à marcação dos fundos de investimento a mercado, adotada em 2002? Você considera que essa decisão concorreu para a instabilidade de mercado que precedeu as eleições presidenciais do mesmo ano?

Os fundos sempre foram obrigados a marcar a mercado. Enquanto os papéis públicos foram emitidos sem deságio, o problema não apareceu. Com a crise de confiança advinda da eleição do Presidente Lula, passou a haver deságio e, conseqüentemente, apareceu a diferença entre os fundos que não marcavam a mercado e os que marcavam. Diante desta realidade, o Bacen deu-lhes um prazo para que se ajustassem. O ajuste vinha sendo feito muito lentamente, gerando uma fuga de investidores destes fundos e trazendo, como conseqüência,

²²⁰ Luiz Fernando Figueiredo é administrador de empresas, formado pela Faculdade de Administração da FAAP, onde foi aluno do autor. Foi diretor de Tesouraria do Banco BBA Credistantalt, Diretor de Política Monetária do Banco Central (1999/2003) e é presentemente Sócio Diretor da Mauá Investimentos. A entrevista foi concedida ao autor em 23/11/2005, ocasião em que recebeu autorização exclusivamente para que seu conteúdo seja citado neste trabalho.

perdas sérias aos cotistas que permaneciam no fundo, o que gerava um incentivo ainda maior para a fuga de recursos dos fundos. Para estancar os efeitos, o Bacen determinou que a marcação fosse feita de imediato. Portanto, não foi a medida que trouxe (ou agravou) a crise, mas sim a crise que evidenciou a necessidade da medida ser tomada.

- P - Como você analisa a questão da crise de 2002? Considera que as dúvidas do mercado sobre qual seria o comportamento do governo Lula explicam totalmente o “overshooting” verificado na ocasião?

A crise foi fundamentalmente causada por um enxugamento da liquidez em virtude da eleição iminente do Presidente Lula. Não havia demanda de nenhuma natureza por papéis públicos. Ou seja, a crise de confiança de fato explica totalmente o overshooting da ocasião.

- P - Quais, em sua opinião, as perspectivas da indústria de fundos nos próximos anos e quais as reais possibilidades dos fundos multimercado?

A indústria de fundos já é bastante grande, perto de 40% do PIB. A expectativa é que, com a melhora expressiva de risco que temos observado na economia brasileira, a perspectiva de queda de juros reais é bastante boa. Neste cenário, os fundos multimercado são uma importante alternativa de investimento com retorno mais expressivo para investidores mais arriscados.

- P - Como enxerga a questão da autonomia do Banco Central? Ela é necessária?

Ela é fundamental, mas estamos cada vez mais distantes desta realidade no governo Lula, pois o questionamento de membros do Poder Executivo acerca das medidas tomadas pelo Bacen é crescente.

P - O que falta no mercado de capitais brasileiro?

Uma diversificação maior de ativos, e uma atração maior do grande público. É fundamental que o mercado de capitais exerça seu papel de intermediar a poupança e o investimento, para que a economia seja mais eficiente. Ainda temos muito o que caminhar, mas avanços importantes vem sendo feitos.

Anexo 4 - Entrevista com Manoel Felix Cintra Neto²²¹

P – Como classifica o desempenho da BM&F nos últimos dez anos, após o Plano Real? Por quê?

A BM&F vem apresentando crescimento expressivo de seus mercados, assim como alongamento dos prazos de seus contratos. Em 2000, eram negociados diariamente na Bolsa, 334 mil contratos. Em 2005, a média diária de negociação é de cerca de 758 mil contratos (até 03/11), um crescimento de 127% no período. Esse crescimento é decorrente da estabilidade econômica, que permitiu maior visibilidade de preços de longo prazo e, conseqüentemente, maior demanda pelo uso de instrumentos para hedge (proteção), por exemplo. Além disso, a Bolsa está em constante contato com o mercado visando a criação de novos produtos e mercados.

P – Ocorreu, durante o período da sua gestão, algum perigo real de risco sistêmico? É possível explicar como ele foi contornado?

A mudança da política cambial criou dificuldades para empresas que negociavam derivativos do dólar. Esses fatos (caso Marka e Fonte-Cindam) foram amplamente divulgados pela imprensa e não é necessário repeti-los aqui. A BM&F, que sempre trabalhou estudando todos os cenários, inclusive os cenários de estresse, chamando margens para a cobertura de riscos, nunca teve problemas para liquidar posições. No entanto, na época da mudança da política cambial o governo adotou medidas excepcionais para evitar a liquidação de instituições, alegadamente porque isso poderia gerar risco sistêmico. É muito importante, tecnicamente, separar o que seja a liquidação de

²²¹ Manoel Felix Cintra Neto é economista formado pela Universidade Mackenzie, onde foi aluno do autor. Fez carreira no mercado financeiro, tendo sido diretor do Banco de Investimentos London Multiplic. É o Presidente do Banco Indusval-Multistock S/A e Presidente da BM&F. A entrevista foi concedida ao autor em 3/11/2005, ocasião em que recebeu autorização exclusivamente para que seu conteúdo seja citado neste trabalho.

uma posição em bolsa, do que seja o impacto de uma decisão dessa natureza fora da bolsa. Para responder objetivamente à pergunta, a BM&F jamais gerou fatos que possam ser interpretados como precipitadores de risco sistêmico.

P – Qual a razão para a internacionalização da BM&F e em que medida esse fato se constituiu num ponto importante na trajetória da bolsa?

A BM&F possui uma variedade de contratos derivativos que permitem não só a investidores nacionais, mas também aos estrangeiros, gerenciar riscos de forma bastante eficiente. Os contratos agropecuários, por exemplo, podem ser usados para diluir riscos existentes em operações de comércio exterior, como exportação de café ou soja. Apenas para ilustrar essa questão, no dia 03/11/2005, investidores não residentes detinham cerca de 20% das posições compradas e vendidas em aberto na BM&F.

Nesse contexto, a internacionalização dos contratos e a possibilidade de sua liquidação direta no exterior contribuem para o maior acesso de investidores estrangeiros a esses instrumentos. Atualmente, apenas os contratos agropecuários da BM&F são internacionalizados. A Bolsa tem discutido com as autoridades reguladoras a possibilidade de internacionalização dos chamados derivativos financeiros, o que seguramente ampliará a liquidez e aumentará a competitividade da Bolsa. Vale lembrar que bolsas estrangeiras já estão lançando contratos que tem como ativo-objeto produtos brasileiros, como o contrato de soja sul americana da Bolsa de Chicago.

P – Explique a criação do mercado spot de câmbio e da *clearing* respectiva.

A Clearing de Câmbio foi uma grande inovação no mercado de câmbio uma vez que contribuiu de forma significativa para a redução de riscos. A Clearing atua como contraparte central das operações e faz a liquidação por valores compensados, eliminando o risco de crédito e reduzindo a necessidade de capital nessas operações.

Com a consolidação da Clearing, a Bolsa pretende lançar um sistema de negociação viva-voz de câmbio pronto (mercado interbancário). Esse sistema visa contribuir para o aumento de transparência e melhor formação de preço das negociações, que hoje acontecem no chamado mercado de balcão.

P – O que a BM&F pensa de eventuais ações do Bacen no mercado de câmbio (spot ou futuro)?

A BM&F entende a atuação do Bacen como normativa e fiscalizadora.

P – A auto-regulação é um instrumento adequado para a redução dos riscos de mercado ou seria necessário considerar outras formas de atuação? Neste caso, quais seriam essas formas?

A BM&F é ao mesmo tempo uma entidade auto-reguladora de seus mercados e regulada pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários. O gerenciamento de risco de posições em giro que atingem valores equivalentes a várias vezes o PIB de países não pode ser feito com uma camisa de força normativa, nem num vácuo regulatório. Cada vez mais a regulação é vista não como fator de engessamento do mercado, mas como um instrumento auxiliar de administração. No entanto, a melhor maneira de não bloquear a eficiência do sistema para bem servir às demandas dos clientes e, ao mesmo tempo, evitar riscos comuns ou riscos sistêmicos é através da auto-regulação. Nesse contexto, cabe destacar que os regulamentos e as normas da BM&F foram reconhecidos pela Commodities and Futures Trading Commission (CFTC) dos Estados Unidos como tão bons quanto os das bolsas norte-americanas.

P – Quais as perspectivas dos mercados futuros de commodities na BM&F? Existe algum programa para acelerar a difusão de informações sobre esses mercados?

Nossa expectativa é que o mercado futuro continue a crescer. Esse crescimento deverá vir do desenvolvimento de novos produtos e mercados, da entrada de novos participantes e do esforço que a BM&F faz para difundir a cultura de derivativos. Quanto à entrada de novos participantes, há um dado que vale a pena mencionar. Uma pesquisa feita no mercado norte-americano indica que cerca de 90% das corporações, naquele país, utilizam derivativos. No Brasil, a estimativa é que apenas cerca de 10% das empresas utilizem esses instrumentos. A tendência é que esse percentual aumente. Recentemente ao ler o balanço de duas empresas do setor aéreo fiquei muito satisfeito em ver a preocupação delas em informar a seus investidores que utilizam instrumentos derivativos para cobrir riscos de flutuação de preços (de commodities e de câmbio) e que elas acreditam que esses instrumentos reduzem riscos e dão maior previsibilidade aos seus fluxos de caixa. Ainda no intuito de expandir sua base de clientes, a Bolsa lançou uma plataforma eletrônica via web para negociação de mini contratos (1/10 do tamanho do contrato padrão). Essa plataforma deverá contribuir para a ampliação do acesso de investidores individuais ao mercado de derivativos, além de cumprir um papel muito importante no processo de difusão da cultura de derivativos.

Anexo 5 - Entrevista com o Prof. Dr. Antonio Delfim Netto²²²

P – Na qualidade de protagonista do processo de institucionalização, como vê a evolução do sistema financeiro e do mercado de capitais no período 1964/2004?

Considero que o sistema financeiro evoluiu muito desde 1964. Houve um ganho de competitividade e de sofisticação, com o que temos hoje um dos sistemas mais completos em todo o mundo. Na medida em que o sistema não incomoda o governo com pedidos de incentivos ou de vantagens, foi possível crescer muito, sem interferência das autoridades. Já o mercado de capitais, considero que cresceu muito pouco e que ainda não se desenvolveu completamente.

P – Considera que a separação de funções entre o Banco Central e a CVM foi um fato positivo para o desenvolvimento do mercado de capitais?

Como afirmei na questão anterior, considero que a CVM não conseguiu crescer e desenvolver-se adequadamente, ao contrário do Banco Central, cujo desenvolvimento foi notável. O Banco Central tem uma estrutura adequada e está desempenhando seu papel a contento, enquanto que a CVM deixa a desejar.

²²² O Prof. Dr. Antonio Delfim Netto é economista, com doutorado na FEA-USP. Professor Titular aposentado da FEA-USP, foi Ministro de Estado da Fazenda (1967/74), da Agricultura (1979) e do Planejamento (1979/1985). Foi também Embaixador do Brasil em Paris (1975/1978). É atualmente deputado federal por S. Paulo. A entrevista foi concedida ao autor em 12/12/2005, ocasião em que concedeu autorização exclusivamente para que seu conteúdo seja citado neste trabalho.

P – Na sua gestão frente ao Ministério da Fazenda ocorreu uma grande transformação estrutural no comércio exterior brasileiro. Considera que os incentivos à exportação e o sistema de mini-desvalorizações cambiais atingiram seus objetivos?

Acho que ocorreram muitas coisas favoráveis. Em primeiro lugar, havia uma conjuntura internacional muito favorável, que permitiu um fantástico crescimento das exportações. Elas saíram de pouco mais de US\$ 1,5 bilhão em 1967 para US\$ 6 bilhões em 1973. Acho que os incentivos fiscais, o pré-financiamento de exportações e, principalmente o sistema de mini-desvalorizações cambiais foram instrumentos importantes para que os resultados fossem alcançados.

P – Havia condições, ao final do período militar em 1984, de renegociar a dívida externa ou a “janela” de oportunidade apenas se abriu com o Plano Brady?

Na realidade em 1984 estávamos prontos para a renegociação. Eu pedi ao Luiz Paulo Rosenberg para calcular quanto seria o abatimento que poderíamos discutir na renegociação, em consequência do efeito de expansão da dívida criado pela subida das taxas de juros nos EUA e o número encontrado foi 30%. Você se recorda que, quando o Malan conseguiu renegociar a dívida, o abatimento foi de 30%... Em resumo: fomos o primeiro país a voltar a ter conta-corrente positiva em 1984 e o último a renegociar a dívida, apenas em 1992. A causa, em minha opinião foi a discussão ideológica que tomou conta do governo, o que retardou a renegociação. Esse não é mais um problema na atualidade: você percebe que o atual governo não tem nenhum contencioso com o FMI.

P – Considera que a chamada “âncora cambial” era uma necessidade quando da preparação do Plano Real? Ela não foi muito prolongada?

Todas as vezes que você tem um processo de super valorização da moeda, as exportações sofrem. A âncora cambial era necessária por um período de 6 ou 8 meses, mas foi prolongada inutilmente. O resultado foi a queda das exportações e os problemas enfrentados nas crises de 97 e 98.

P – Não considera que a atual política monetária, com um nível taxa SELIC excessivamente elevado vem atraindo capitais especulativos? Não acha uma armadilha o fato do COPOM manter a taxa elevada e isso significar um aumento no dispêndio do Governo e a necessidade de elevação da carga tributária?

Acho que nos últimos 20 anos o Brasil cometeu um erro grave: transferiu recursos do setor privado, que é produtivo e viável para o setor público, que tem baixa produtividade e nenhum valor, do ponto de vista da competitividade nacional. O pior é que quando você analisa os resultados fiscais, você constata que o nível de investimentos do Estado quase desapareceu, assim como as despesas correntes efetivamente essenciais. A expansão das despesas correntes vem sendo feita nos itens que correspondem a demandas de natureza política que quase nenhum efeito tem sobre a vida da população. Daí eu ter insistido na idéia do déficit nominal igual “a zero”. Se tivéssemos uma meta desse tipo, poderia haver um choque de gestão capaz de viabilizar, a longo prazo, uma redução da carga tributária. Essa seria a forma do Estado contribuir para expansão do produto e para a geração de empregos, deixando de lado essas políticas assistencialistas que em nada resolvem os problemas centrais da população.

P – Qual sua avaliação sobre o sistema de metas de inflação e a introdução do sistema de câmbio flutuante em 1999?

Considero que o sistema de metas de inflação é o estado da arte em matéria de política monetária. O problema é que o sistema exige um volume de reservas apreciável para poder funcionar, o que nem sempre é possível. Quanto menor o volume de reservas, maior a volatilidade e mais difícil é você calibrar a política monetária. No caso brasileiro, com essa estratosférica taxa de juros que temos, ocorre uma atração de capital especulativo que ajuda a apreciar o câmbio.

P – O que pensa sobre a autonomia do Banco Central? Ela é necessária? Ela será suficiente?

Acho que a autonomia do Banco Central é uma necessidade. Naturalmente isto ocorrerá na seqüência, tendo em vista que, de fato, temos uma autonomia, apesar de não existir nenhum dispositivo legal que ampare esta autonomia.

P – O que falta para que o mercado de capitais possa se desenvolver?

Faltam muitas coisas, mas principalmente falta o mercado secundário para títulos de dívida. Esta seria uma forma de forçar o abaixamento dos spreads bancários. No entanto, não há poupança. O brutal aumento da carga tributária, de 25,8 para 38% do PIB foi um erro do governo Fernando Henrique que o atual governo manteve. Estamos transferindo recursos do setor privado, que é competitivo, para o setor público que é muito ineficiente. Em conseqüência, não existem recursos para desenvolver o mercado de capitais.

Anexo 6 - Entrevista com Luiz de Figueiredo Forbes²²³

P – Além da Deltec e do Fundo Crescinco, você conhece alguma outra instituição que seja característica da fase de venda de ações no mercado primário, durante os anos 50?

Havia uma outra instituição importante naquela época. Trata-se da CBI – Companhia Brasileira de Investimentos que, em final da década de 1950 era a maior instituição de venda de títulos a pessoas físicas, num processo de vendas de porta em porta.

P – Como você vê os momentos iniciais do estabelecimento da BM&F e do mercado de derivativos?

O livro que você menciona em sua terceira pergunta, dos jornalistas Alcides Ferreira e Nilton Horita retrata basicamente o período de criação da BM&F, de uma forma mais popular. Eles estão presentemente trabalhando em um segundo livro, mais técnico sobre o assunto, uma vez que a bolsa deverá completar vinte anos no próximo mês de janeiro de 2006. Tenho colaborado com eles nesse assunto. É importante ressaltar que a criação da BM&F foi o resultado do excelente momento financeiro por que passava a BOVESPA, que investiu pesadamente nos estudos para a criação dos mercados futuros, e da orientação de seu presidente na época, Eduardo da Rocha Azevedo, que apoiou e estimulou o grupo de estudo constituído para isso. Basicamente o grupo formado pela BOVESPA visitou as mais importantes bolsas de futuros do mundo, em Chicago, New York e Londres, para conhecer seus métodos de trabalho e procuramos fazer aqui no Brasil uma adaptação melhorada do que estudamos lá fora.

²²³ Luiz de Figueiredo Forbes é Advogado, Mestre em Direito, Membro do Grupo de Trabalho que criou a BM&F, Ex-diretor da CVM, Ex-representante da BOVESPA e da BM&F em New York, Membro do Conselho de Arbitragem da BOVESPA e Consultor da BM&F. A entrevista foi concedida ao autor em 19/12/2005, ocasião em que concedeu autorização exclusivamente para que seu conteúdo seja citado neste trabalho.

P – Alcides Ferreira e Nilton Horita traçam um esboço dos primórdios do mercado futuro mostrando os estudos e levantamentos que foram realizados por encomenda da BOVESPA. Você tem algo a aduzir em relação ao relato deles?

É necessário enfatizar que os primeiros momentos da BM&F foram simultaneamente muito difíceis em virtude da enorme inflação que o país estava enfrentando e em decorrência dos planos de estabilização que não davam certo, mas – por isso mesmo – muito importantes para que a bolsa se afirmasse como um centro importante de negócios. O clima econômico da segunda metade dos anos 1980 certamente contribuiu para o sucesso do volume de operações da BM&F. Acho que um dos pontos de maior importância no trabalho desenvolvido foi a criação de clearings próprias, dentro da BM&F. Nós pudemos constatar que quando uma bolsa terceiriza o trabalho de liquidação, como em alguns casos nos Estados Unidos, ela perde o controle sobre o andamento das operações.

P – Mas a CBLC²²⁴ não é quem se encarrega da liquidação das operações na BOVESPA?

O serviço da CBLC é exclusivamente prestado para a BOVESPA, de modo que tudo se passa como se ela fosse um departamento da bolsa, como acontece nas clearings da BM&F.

P – Gostaria que você tentasse priorizar quais os principais problemas enfrentados no estabelecimento do mercado futuro e que pudesse relacionar esses problemas com a flagrante instabilidade característica daquele momento da história econômica brasileira.

Bem, além das dificuldades enfrentadas em relação à Bolsa de Mercadorias de S. Paulo, que mais tarde foi absorvida pela BM&F, e que, apesar de ter sido um órgão importante no passado, tinha na ocasião uma estrutura arcaica e concentrava seus negócios em

²²⁴ Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia

contratos de algodão, tivemos de enfrentar a BBF – Bolsa Brasileira de Futuros, que havia sido criada pouco antes no Rio de Janeiro e que disputou, num curto intervalo de tempo, o mercado conosco. O principal problema dos primeiros anos, no entanto foi, como você menciona, a instabilidade econômica. Esse aspecto daquele período, ao mesmo tempo em que reforçou as razões para o crescimento das operações de futuros em virtude da necessidade de proteção contra a volatilidade, criou uma série de problemas em consequência da mudança de regras que vigoravam na economia em seqüência aos muitos planos de estabilização editados.

P – Você considera que o modelo adotado pela BM&F é o adequado para as transações de mercado futuro? Existem pontos a aperfeiçoar?

Acho que, de maneira geral, temos uma bolsa muito forte e preparada para desempenhar seu papel na economia. A BM&F vem crescendo, empregando o estado da arte em matéria de estrutura operacional e em recursos de tecnologia de informação, o que permitiu que ela fosse, nos anos de 2003 e 2004, respectivamente a 12ª. e 11ª. maior bolsa de futuros ou de opções do mundo. Sempre existem novos contratos a serem criados, para atender aos requisitos de um mercado global que se transforma continuamente.

P – No futuro vamos continuar a presenciar uma forte concentração do mercado em derivativos financeiros? Por quê?

Não tenho a menor dúvida sobre a primazia dos contratos baseados em ativos financeiros sobre os agrícolas. Quando você consulta os dados mundiais, você verifica que os contratos financeiros equivaleram a US\$ 5,9 trilhões em 2003 e US\$ 6,15 trilhões em 2004, enquanto que os não financeiros, no mesmo período, atingiram volumes de, respectivamente, US\$ 658,5 milhões e de US\$ 711,1 milhões. Em outras palavras, os derivativos financeiros equivaleram a um volume quase nove vezes maior em 2003 e mais de 8,6 vezes maior que os agrícolas em 2004.

P – Você enxerga a possibilidade de que o modelo norte-americano, de financiamento das posições do produtor rural através do mercado de futuros, venha a ser largamente utilizado no Brasil ? O que falta para que isso ocorra, em sua opinião?

Em primeiro lugar, gostaria de corrigir sua pergunta quanto à precisão dos termos: na realidade não existe um “modelo americano”. Por outro lado, um grande número de produtores rurais se utiliza dos mercados futuros respectivos por exigência de seus fornecedores/financiadores de insumos agrícolas. Então, o “modelo” não existe, mas é uma prática muito comum no mercado norte-americano. Acho que aqui, como lá em outras épocas, é necessário um grande esforço educacional, para divulgar a importância e as vantagens oferecidas pela utilização das operações de futuros. É claramente uma questão de divulgar e convencer...

P – Como você enxerga a política de internacionalização do mercado que se acha em curso?

Não podemos nos esquecer que, de acordo com o World Economic Forum²²⁵, existe um volume total de US\$ 1,9 trilhões sendo aplicado diariamente em todo o mundo, o que reforça a importância dos mercados derivativos. Então, seja pela necessidade de se fazer “hedge”, que tem todo o sentido numa economia plena de razões para uma maior volatilidade, seja pela existência de recursos especulativos abundantes no mercado internacional, a internacionalização da BM&F é uma necessidade. Isso começou com o anexo IV da Resolução 1832/91, que disciplinou a entrada de capital estrangeiro no Brasil e deve ser reforçado para que a bolsa possa melhor cumprir suas funções.

²²⁵ World Economic Fórum é uma entidade sem fins lucrativos, sediada em Davos, na Suíça, que promove anualmente reuniões para discutir aspectos da economia global.

P – De uma maneira mais ampla, o que, na sua opinião, falta para que o mercado de capitais brasileiro possa ser considerado como um mercado desenvolvido?

Falta, na minha opinião, uma maior clareza nos objetivos do governo. O Brasil ainda tem a CPMF que é muito ruim como imposto para vários setores, mas que penaliza muito o mercado de capitais. Falta uma maior estabilidade das regras estabelecidas, de modo que o investidor estrangeiro possa ter maior confiança no país, acreditando que as regras que aí estão serão mantidas. Falta analisar o ISS, que também é um imposto ruim e caro, incidindo de modo muito forte nos custos de intermediação das corretoras. E, por fim, falta investir mais na educação dos agentes econômicos, de modo que todos possam dar ao mercado a sua real importância. O mercado secundário de títulos de dívida se ressentem de uma base adequada: não existe liquidez no mercado, mas – ao mesmo tempo – não existem ofertas de papéis de dívida que, emitidos, ficam permanentemente com os investidores institucionais. O mercado de pessoas físicas, representado pelo “home broker” da BOVESPA, conta com 30.000 clientes ativos, que são aqueles com mais de 14 operações de compra ou venda durante um mês. Isso é o que precisamos: mais clientes individuais para o mercado de capitais.