

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO NO PERÍODO 1987-97

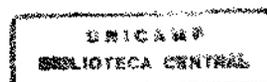
Lucy Aparecida de Sousa

Tese de Doutorado em Economia apresentada ao Instituto de
Economia da Universidade Estadual de Campinas, sob a orientação do
Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga.

*Este exemplar corresponde ao original
da tese defendida por Lucy Aparecida de
Sousa em 03/04/98 e orientada pelo
Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga.
CPG/IE, 03/04/98.*

Prof. Carlos de Souza Braga.

Campinas, março de 1998



5413401

UNIDADE	RC
N.º CHAMADA:	5085m
V.	Es
TEMPO (m)	34228
PROC.	395198
C	<input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>
PREÇO	R\$ 11,00
DATA	11/06/98
N.º CPD	

CM-00112650-2

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

So85m Sousa, Lucy Aparecida
O mercado de capitais brasileiro no período 1987-1997 / Lucy
Aparecida Sousa. – Campinas, SP : [s.n.], 1998.

Orientador : José Carlos de Souza Braga
Tese (Doutorado) - Universidade Estadual de Campinas.
Instituto de Economia.

1. Mercado financeiro - Brasil - 1987-1997. 2. Economia -
Brasil - 1987-1997. I. Braga, José Carlos de Souza. II. Universi-
dade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

*Para minha querida mãe Maria Antonieta,
trabalhadora imigrante que, como tantos outros,
ajudou a construir o Brasil do século XX.*

Agradecimentos

Ao longo de vários anos estive envolvida neste trabalho de doutoramento, sendo grande o número de pessoas a quem deveria agradecer. São professores, amigos, profissionais do mercado de capitais e, em especial, minha família. Essas pessoas me deram apoio e me levaram a seguir em frente. Resolvi, então, selecionar aquelas cuja menção me ajuda relatar o trajeto deste trabalho.

Começando pela Shyrlei Araujo e pelo Carlos Eduardo Carvalho, ambos amigos e professores, que me estimularam a desenvolver um trabalho acadêmico a partir de minha experiência profissional. Carlos Eduardo meu deu o “caminho das pedras”, recomendando o Programa de Doutorado do Instituto de Economia da Unicamp, que ele próprio cursava.

Eu trabalhava na Divisão de Mercado de Capitais do Citibank quando prestei o concurso de admissão ao programa e fui selecionada, tendo que tomar uma decisão difícil: continuar uma sólida carreira profissional ou realizar um sonho antigo de voltar a estudar. Na decisão, foi fundamental o apoio de Jouji Kawassaki, então diretor do Citibank, que conseguiu acertar minha dispensa, viabilizando financeiramente minha mudança para Campinas. Em seguida, eu obtive uma bolsa do CNPQ, que foi fundamental para o desenvolvimento da pesquisa.

Eu estudei e aprendi muito nos dois anos em que estive cumprindo os créditos necessários ao programa. Foi inesquecível o curso de Economia Política, ministrado pelos professores Mário Possas e Maria Conceição Tavares, em 1992. Paralelamente, fui conhecendo muitas pessoas interessantes, entre os professores, alunos e funcionários do Instituto, e tive momentos de muita alegria. Particularmente, gostaria de destacar dois grandes amigos, que conheci na minha turma de doutorado, o Luiz Fernando R. Paula e o Jorge Abraão, o “profeta”. Formamos um grupo de estudos, desenvolvemos trabalhos em conjunto e também organizamos alguns eventos sociais.

Durante o desenvolvimento da tese, recebi o apoio dos professores Otaviano Canuto, João Manoel, Mendonça de Barros, Ricardo Carneiro e Rogerio Studart, que avaliaram o projeto ou leram versões preliminares. José Carlos Braga, meu orientador, transmitiu-me confiança durante a orientação, sem deixar de apontar fragilidades e sugerir modificações.

Meus ex-companheiros do mercado de capitais, apesar de surpreendidos com minha virada de vida, foram sempre muito atenciosos com minhas solicitações de informações e pedidos de entrevista. Os nomes de parte deles estão listados ao final do trabalho. Especialmente, quero agradecer a Maria Cecília Rossi, que em 1996 convidou-me para trabalhar em sua consultoria, compreendendo que a minha prioridade era concluir a tese. O retorno ao cotidiano do mercado de capitais foi fundamental à conclusão deste trabalho.

Finalmente quero agradecer ao Sergio Maida, companheiro de vida, que me apoiou desde o começo. Em 1995, quando eu estava escrevendo a tese, nós tivemos uma linda filha chamada Marina, a quem também agradeço pela energia boa que tem me dado.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	5
1. EVOLUÇÃO DA REGULAMENTAÇÃO BRASILEIRA	11
1.1. Periodização da Regulamentação do Mercado de Capitais e a Legislação (1964-97).....	11
1.2. Evolução da Regulamentação na Fase 1987-97 e o Comportamento do Mercado.....	15
1.3. Propostas de Reformas da Regulamentação.....	21
2. INVESTIDORES INSTITUCIONAIS.....	30
2.1. O Crescimento dos Investidores Institucionais no Período 1987-97.....	30
2.2. Fundos Mútuos de Investimento.....	32
2.3. Fundos de Pensão.....	42
3. ABERTURA AO INVESTIDOR ESTRANGEIRO	60
3.1. Globalização Financeira e “Países Emergentes”.....	60
3.2. A Lógica do Investidor.....	74
3.3. O Processo de Abertura do Mercado de Capitais Brasileiro.....	85
4. O MERCADO SECUNDÁRIO E DERIVATIVOS.....	98
4.1. O Contexto Internacional.....	98
4.2. O Mercado Acionário Brasileiro.....	106
4.3. Derivativos.....	117
4.4. O Mercado de Derivativos Brasileiro.....	120
5. PRIVATIZAÇÃO.....	130
5.1. O Contexto Internacional.....	130
5.2. A Experiência Brasileira.....	134
5.3. Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro.....	138
6. O MERCADO PRIMÁRIO TÍTULOS	157
6.1. O Mercado de Capitais como Padrão de Financiamento.....	157
6.2. Movimento de Abertura de Capital.....	160
6.3. Do Plano Cruzado ao Plano Collor.....	164
6.4. Mudanças no Mercado Primário no período 1992-97.....	167
CONCLUSÕES.....	179
BIBLIOGRAFIA.....	184
Anexos.....	198
I- Estrutura Regulatória: Normativo Temático	
II- Participação em Seminários e Congressos sobre Mercado de Capitais	
III- Pessoas/Instituições Consultadas ou Entrevistadas	

INTRODUÇÃO

O objeto de estudo desta tese de doutoramento é o comportamento do mercado de capitais brasileiro no período 1987-97. Apesar da atual convergência entre os diversos segmentos do mercado financeiro, a presente tese tratará especificamente do mercado de capitais, entendendo este como sendo o conjunto de operações com valores mobiliários, ou seja, ações, outras participações societárias, debêntures, *commercial papers*, bônus, opções e outros compromissos securitizados. Essas operações se realizam predominantemente em mercados organizados e bolsas, sendo que os principais participantes são os chamados investidores institucionais (fundos mútuos e de pensão e seguradoras), empresas de grande porte (tomadoras ou investidoras) e grandes investidores individuais. O sistema bancário aparece principalmente como intermediário financeiro, promovendo o lançamento e distribuição de títulos, concedendo financiamentos e garantias a essas operações e administrando fundos e carteiras de terceiros, embora também possa aplicar sua carteira própria.

O governo desempenha o papel de regulador, o que significa propor a legislação pertinente e fiscalizar seu cumprimento por parte dos agentes do mercado. As operações de emissões de títulos governamentais, decorrentes da política monetária ou do manejo da dívida pública, estão excluídas do presente conceito de mercado de capitais, ainda que no decorrer desta tese ocorra menção às mesmas, dada sua importância como aplicação financeira voluntária ou compulsória dentro desse mercado.

A justificativa para o objeto de estudo escolhido refere-se a três razões. De início, considerou-se que o tema trataria de assuntos bastante relevantes para a análise da economia brasileira contemporânea, em especial a abertura do mercado de capitais ao investidor estrangeiro, a privatização e o crescimento dos investidores institucionais, ainda não adequadamente analisados. Em segundo lugar, objetivou-se incorporar a própria experiência profissional de dezoito anos no mercado de capitais, especificamente nos mercados de ações e debêntures e privatização. Finalmente, pretendeu-se verificar a presente importância e funcionalidade do mercado de capitais como padrão de financiamento da economia brasileira.

O ano de início da análise - 1987 - foi escolhido porque é o começo de uma nova fase do mercado de capitais brasileiro. Consolidadas as reformas regulatórias feitas até a primeira

metade da década de 80 e passada a breve euforia dos investidores nacionais com o mercado acionário na época do Plano Cruzado, o mercado de capitais brasileiro entrou numa fase de abertura ao investidor estrangeiro, privatização e flexibilização geral das regras, esta última propiciando ou sancionando o surgimento de novos produtos, serviços e agentes.

Este processo iniciou-se timidamente, por iniciativa dos órgãos reguladores conjugada com o empenho de certos agentes internos do mercado. Posteriormente, já nos anos 90, tal processo foi acelerado por pressão dos investidores estrangeiros, que passaram a procurar opções de investimento em países até então marginalizados da chamada globalização financeira iniciada nos anos 80. Ao investir nesses mercados, tais investidores foram progressivamente impondo suas estratégias e regras operacionais, mudando consideravelmente os mercados de capitais locais. O período de estudo se encerra em 1997, incorporando os desdobramentos da “Crise do México de 1994” e mostrando alguns sinais e as primeiras consequências para o Brasil da “Crise do Sudeste Asiático”, que abalou o mercado financeiro internacional no segundo semestre de 1997.

A proposição que aqui se toma como hipótese de trabalho é de que, no período estudado, o mercado de capitais doméstico passou por profundas transformações em função da abertura do mercado doméstico ao investidor e intermediário estrangeiro, da privatização e do crescimento dos investidores institucionais. Nesse processo, aumentou a importância relativa desse mercado como padrão de financiamento. Contudo, no período estudado predominaram as operações de transferência de propriedade e financiamento do déficit público, em detrimento do financiamento de investimentos produtivos.

O desenvolvimento da presente tese requereu uma revisão da literatura internacional e nacional disponível sobre o tema e uma intensa pesquisa, cujos principais conteúdos foram os seguintes:

- 1) estudo da evolução da legislação brasileira, sobre o setor financeiro e particularmente o mercado de capitais;
- 2) entrevistas com responsáveis pela regulamentação e intermediários financeiros com atuação relevante nos diversos segmentos do mercado, realizadas no período 1993-97 e relacionadas no Anexo 3 deste trabalho;

- 3) análise das informações quantitativas disponíveis, geradas pelos órgãos reguladores, associações de classe e intermediários financeiros;
- 4) análise conjuntural do mercado financeiro, através da leitura de jornais e revistas especializados no tema, durante o período 1993-97;
- 5) comparecimento a inúmeras reuniões da Associação Brasileira dos Analistas de Mercado de Capitais (Abamec) na qualidade de associada - onde se apresentam as empresas de capital aberto e se discute temas de interesse do mercado de capitais, no período 1993-97, bem como a participação em dois congressos da entidade, nos anos 1994 e 1996;
- 6) comparecimento a diversos seminários promovidos por outros integrantes do mercado de capitais, tais como bolsas de valores, fundos de pensão, bancos de desenvolvimento e de investimento, no período 1993-97, de acordo com o Anexo 2 deste trabalho;
- 7) acompanhamento, de três processos de privatização: Mafersa, Embraer e Leilão de Participações Minoritárias da Petroquisa (Deten, Pronor/CBP e Metanor), na qualidade de pesquisadora e consultora, no período 1993-96.

Quanto à estrutura de apresentação do trabalho, optou-se por desenvolvê-lo em seis capítulos. O primeiro é uma síntese histórica dos principais eventos da regulamentação e do comportamento do mercado de capitais, entre 1964 e 1997, devidamente referenciados à respectiva conjuntura econômica e política. Procedeu-se a uma segmentação do período em questão, originando desse trabalho o sub-período 1987-97, objeto de estudo desta tese. O arcabouço institucional e legal do período estudado passou por transformações relativas à superação de regras ditadas pelo regime autoritário até 1984 e à adaptação ao novo contexto internacional de abertura financeira e privatização. Verificou-se no processo a emergência dos grupos de pressão mais organizados do mercado, para influenciar a elaboração das novas leis no regime democrático.

Os capítulos dois a seis foram desenvolvidos a partir da caracterização dos principais participantes do fluxo macroeconômico do mercado de capitais brasileiro (ver figura 1.1). No

geral, esses capítulos apresentam os conceitos utilizados, referências bibliográficas, aspectos da evolução histórica internacional e o desenvolvimento brasileiro no período 1987-97.

Os segundo e terceiro capítulos tratam da formação da poupança financeira, de acordo com a definição de Tavares et al (1982), abordando o crescimento dos investidores institucionais e a abertura ao investidor estrangeiro¹. No segundo capítulo, a preocupação foi analisar os impactos no mercado de capitais do crescimento dos investidores institucionais, que progressivamente tomaram o lugar do investidor individual, que, por sua vez, se distanciou do mercado dadas as progressivas complexidade e escala das operações. Os investidores institucionais - fundos de investimento e de pensão principalmente - foram responsáveis pela arregimentação de parte crescente da poupança doméstica voluntária no período estudado, cumprindo papel fundamental na sustentação do mercado doméstico. Procurou-se também analisar a qualidade das aplicações realizadas por tais investidores, em especial no que tange aos fundos de pensão, num contexto internacional onde se promoveu o crescimento da previdência privada, pela suposta maior eficiência para os segurados e para o mercado de capitais.

O capítulo terceiro, trata especificamente do investidor estrangeiro, que trouxe volumosos recursos de curto e médio prazo ao país, viabilizando a sustentação do modelo de estabilização da moeda adotado no Plano Real de 1994, mas implicando, em contra-partida, profundas alterações no funcionamento do mercado doméstico e nos intermediários financeiros. Verificou-se no mercado de capitais, muito mais acentuadamente do que em outros segmentos do mercado financeiro, a internacionalização dos prestadores de serviços financeiros. O movimento de entrada dos investidores estrangeiros explicou boa parte da tendência altista do período, mas seus movimentos de saída causaram amplos movimentos de baixa, com consequências em toda a economia.

Os capítulos seguintes tratam da aplicação financeira dessa poupança. O quarto e quinto capítulos referem-se ao mercado secundário, ou transferência de propriedade nas palavras de Aglietta (1990), abordando o mercado secundário organizado e a privatização. O quarto

¹ Para os autores citados, a poupança financeira corresponde a aplicações de famílias, de empresas e do próprio governo, substanciadas no montante de saldo dos ativos financeiros, não tendo necessariamente uma contrapartida direta na produção nem na renda nacional. Já a poupança efetiva corresponde a um fluxo de renda associado a um ato de investimento.

capítulo trata especificamente dos mercados acionário e de derivativos, fortemente influenciados pelos movimentos dos investidores institucionais e estrangeiros no período estudado, tendo apresentado excepcional concentração dos negócios, em função do processo de privatização, analisado no capítulo quinto. Este, foi desenvolvido com vistas a verificar os impactos da privatização no mercado de capitais, especialmente no mercado acionário, onde parte das ações estatais privatizadas ou privatizáveis já era negociada.

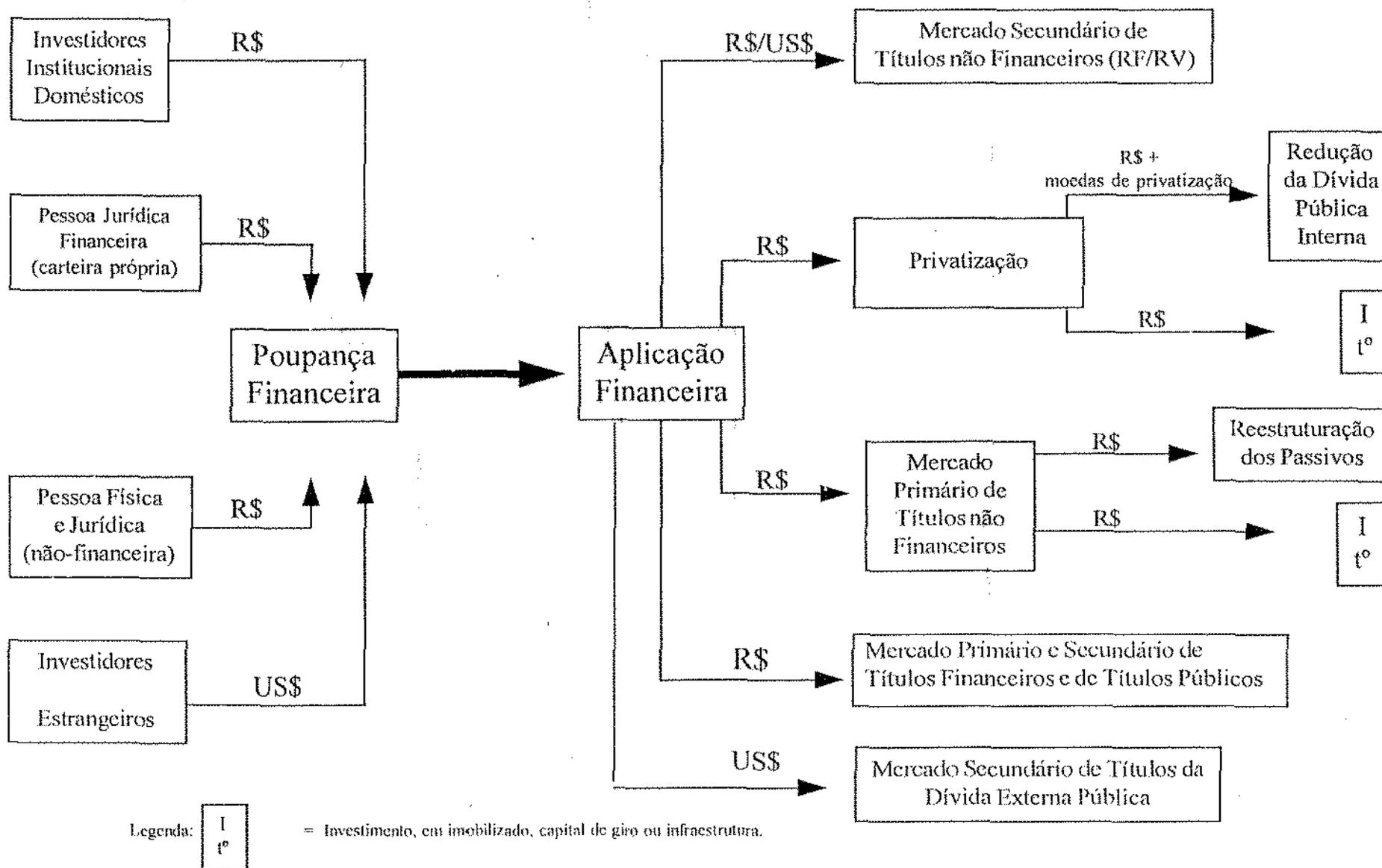
O sexto capítulo trata do mercado primário de ações e títulos de renda fixa, ou seja, aquelas operações financeiras que aportam imediatamente capital às empresas, podendo se constituir em financiamento do investimento. Além de dependerem habitualmente da conjuntura do mercado secundário doméstico, as condições de volume e preço do mercado primário passaram a sofrer a influência e concorrência do mercado internacional e do processo de privatização, razões pelas quais o assunto é o último a ser analisado. Além disso, este capítulo retoma a questão relativa à importância do mercado de capitais como padrão de financiamento da economia brasileira, uma das razões que levou ao desenvolvimento deste trabalho.

Por fim, apresenta-se as conclusões, provenientes de cada um dos capítulos, bem como a tese geral sobre o funcionamento do mercado de capitais e seus impactos no financiamento na economia brasileira ao longo do período analisado.

Após a bibliografia, existem três anexos. O primeiro apresenta a síntese da legislação básica atual pertinente ao assunto; o segundo relaciona os principais congressos e seminários assistidos e o terceiro relaciona as entrevistas realizadas com representantes dos órgãos regulamentadores e de intermediários financeiros relevantes.

Fluxos Macroeconômicos do Mercado de Capitais Brasileiro -1996

Figura 1.1



CAPÍTULO 1

EVOLUÇÃO DA REGULAMENTAÇÃO BRASILEIRA

1.1. Periodização da Regulamentação do Mercado de Capitais (1964-97)

O Mercado de Capitais teve pouca importância na economia brasileira até meados dos anos 60. Algumas instituições do mercado de capitais já existiam, como as Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e São Paulo, criadas ainda no século XIX, assim como a profissão de corretor e as Sociedades Anônimas, disciplinadas nos anos 40, mas suas atividades pouco representavam no padrão de financiamento do país. De acordo com Welch (1993), a estrutura financeira até então existente servia apenas ao financiamento de bens duráveis. As aplicações de longo prazo eram desestimuladas pela Lei da Usura conjugada com a inflação.

No início dos anos 60, a necessidade de reformas financeiras passou a fazer parte da maioria dos diagnósticos econômicos. Bielschowsky (1995) sintetizou a discussão sobre as referidas reformas em dois grupos temáticos: a) Controle da emissão monetária, subtraindo do Banco do Brasil o poder emissor; e b) Criação de novas instituições financeiras e novos instrumentos de financiamento para consumo, capital de giro e inversão fixa, fortalecendo também o mercado acionário.

A instauração do regime militar, em abril de 1964, trouxe as condições objetivas para a implantação de uma reforma financeira inspirada no modelo de especialização norte-americano. No período 1964-67, houve um conjunto de atos legais que reestruturaram por completo o setor financeiro, introduziram a indexação e criaram mecanismos de formação de poupança compulsória. O Mercado de Capitais foi regulamentado inicialmente pela Lei nº 4728, de 14 de julho de 1965, e a partir desta data, disciplinado pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizado pelo Banco Central, ambas instituições criadas também na época, através da Lei nº 4595, de 31 de dezembro de 1964.

A análise da tabela 1.1. a seguir, que trata dos principais acontecimentos relativos às instituições e aparato regulatório do mercado de capitais brasileiro entre 1964 e 1997, permite dividir o referido período em três fases:

Tabela 1.1

MERCADO DE CAPITAIS: POLÍTICA ECONÔMICA, EVOLUÇÃO DA REGULAMENTAÇÃO E COMPORTAMENTO DO MERCADO

PERÍODO	POLÍTICA E ECONOMIA	POLÍTICA ECONÔMICA	LEGISL. e INSE.MERC. CAPITAIS	COMPORTAMENTO M.CAPITAIS
1964-67	Regime Militar, Recessão. Implementação de Reformas Estruturais	PAUC. Reforma mon. financeira; Leis 4380/64 (SFH), 4595/65 (BACEN/CMN), Indexação, Altas Taxas de Juros	Lei 4728/65 (Merc. Capitais: Bco. Investimento, Cias. Abertas). Res. BACEN 63/67. Contas CC-5, Fundo DL 157, Reg. Lei 4131/62	Acomodação ao Novo Arcabouço Institucional
1968-73	Liquidez Internacional/ Captação Empr. Externos, "Milagre Brasileiro"	Expansão do Crédito, Juros Baixos. LTN (Open Market)	F. Mútuos, PIS/PASEP, Regul. FINAM/FINOR/FISET, Procap/BNDE, Mercado a termo	Criação do Ibovespa, Especulação nas Bolsas, Incentivo ao Underwriting, Quebra das Bolsas (71)
1974-79	Elevação dos Juros Internacionais e do Preço do Petróleo	II PND, Política Conglom. Setor Financeiro, Elevação dos Juros, Res. 432/77, Maxidesvalor.(79)	Leis 6404/76 (S/as.), 6385/76 (CVM) e 6435/77 (F. Pensão), Opções, Sist. Selic, Soc. Inv. Cap. Estrangeiro	Bolsas em Baixa, Adequação das Empresas e Investidores ao novo Aparato Regulatório
1980-83	Crise da Dívida Externa, Negociações com o FMI, Recessão, Movimento Sindical	Pol. Heterodoxa Delfim(80), Pol. Recessiva(81/83), Criação da SEST, Maxidesvalor.(83)	Criação BNDESPAR (1982), Extinção dos Fundos 157	Corrida para Ativos Reais(80), Bolsas em Baixa, Cresc. Fundos Mútuos, Emissão Debent. Convers.
1984-86	Redemocratização, Estímulo às Exp., Recup. Econômica, Inflação alta, Crise de Bancos, "London Big Bang"(86)	Plano Cruzado/Juros Baixos, Reforma Banc. Extinção BNH, Cta. mov. BB e das cartas patentes; Criação Interbancário	Clubes de Investimento, Res. 1023/85 (Incorporação F. 157), Criação das Bolsas de Futuros, Sistema Cetip (Renda Fixa)	Alta das Bolsas(até mai/86), Incentivo ao Underwriting, (86), Fuga da C. Poupança (86)
1987-89	Moratória Ext., Cresc. Div. Pública, Tend. Hiperinflação, "Crash" Bolsa NY(87), Constituição 88, Eleições Pres., Plano Brady	Planos Bresser e Verão, Manipulação dos Indexadores, Início Flexibil. Política Cambial	Res. 1289/87(Invest. Estrangeiro), Res. 1460/88(Conversão Dívida), Res. 1524/88 (Banco Múltiplo), Sist. Nac. Debêntures	Corrida Fundos RF, Bolsas em baixa, Especulação com opções/ Caso Nahas, Crescimento Merc. Debêntures e Fundos de Pensão
1990-93	Unif. Europeia, Fim da URSS, Mercosul, Recessão, Acordo Dívida Externa, Entrada de Recursos Externos, Impeachment, Inflação em	Plano Collor, Juros Altos, Liberalização Comercial, Lei 8031/90 (Programa Nacional de Desestatização)	Plano Dir. Merc. Cap., FAF, Swaps, Ext. Tit. Portador, Reg. Bonus e CPs, F. Commodities, An. 4(portfolios), An. 5(ADRs), F. Privatiz. Estr., N.Ps.	Cresc. Fundos RF, Queda da Bolsas (90/91) e recuperação e/ Invest. Estrangeiro (92/93), Lançamento títulos RF no exterior
1994-97	Eleições Pres.(94), NAFTA, Aum. Juros USA, Crise México 94, Estab. Moeda, Crise de Bancos, CPI dos Precat., Emenda Reeleição, Crise do Sudeste Asiático(97)	Plano Real, Pol. Recessiva (95), Juros Altos, Câmbio valorizado, Implen. Ac. Basileia, PROER, Leis Concessões, Abert. SFN no Cap. Estr., CPMF(97), Proj. Ref. Prev.(97), S. Fin. Imob., Lei 9.532/97 (pacote fiscal)	Fundos FIF/FAC, Fundo Imob., Fundo Empr. Emerg., Secur. Receb., Fundo I. Exterior, Fundo RF Estrang., IOF Inv. Estr., BDRs., Ref. Lei das S/As e CVM(Lei 9457/97), FAPI(Lei 9477/97), Controles s/ Adm. de Fundos	Bolsas em Baixa e/ Exp. Liquidez (95) e recuperação (96), Aumento Inv. Direto Estrangeiro, Cresc. Derivativos, Securitização, Fusões e Aquis., Forte saída de rec. externos/queda bolsas(out/97)

Fonte: CNBV (92), CVM (92), Welch (93) e GZM(ed. divs. 1993-97)

A primeira fase corresponde a 1964-73, onde houve a **montagem de novo arcabouço institucional** a partir da Reforma Monetária-Financeira de 1964-66. O Mercado de Capitais deveria cumprir papel fundamental, financiando a retomada do crescimento econômico, através da atração da poupança financeira interna para aplicações de médio/longo prazos, principalmente sob a forma de títulos. Para tanto, foram concedidos expressivos incentivos e subsídios fiscais, na abertura do capital das empresas, na montagem de fundos de investimento e no lançamento primário de ações.

Nessa fase, o desenvolvimento do mercado de capitais doméstico como padrão de financiamento acabou não acontecendo, por diversas razões, destacando-se as seguintes: 1) a liquidez internacional era alta e as empresas captaram empréstimos no mercado externo; 2) o governo formou ou estimulou grandes massas de poupança compulsória, com destinações específicas como a construção civil, não intermediadas pelo mercado de capitais; 3) não foi possível mudar imediatamente o comportamento dos agentes (tomadores e aplicadores), acostumados a horizontes financeiros de curto prazo; 4) manutenção da resistência dos empresários à abertura do capital de suas companhias; e 5) o aparato regulatório não estava adequado para proteger o acionista minoritário.

Como destaca Welch (1993), entre 1968-71 houve crescimento dos preços e volumes das bolsas, resultado da política monetária expansiva, dos incentivos da Lei de Mercado de Capitais e da criação dos Fundos 157. Mas, após uma fase de intensa euforia e especulação no mercado bursátil, ocorreu o chamado "*crash* de 1971", ou seja, houve uma expressiva queda nas cotações, seguida de desvalorização dos valores investidos e de inadimplência e quebra dos investidores. As razões para o *crash* estariam na falta de regulamentação adequada, na falta de conhecimento do investidor e na mudança das regras dos Fundos 157, que passaram a estimular as operações de mercado primário (também chamadas de *underwriting*) liberando o 1º saque a partir de junho de 70.

A segunda fase - 1974-86 - corresponde ao **aperfeiçoamento da regulamentação e introdução das inovações financeiras**¹. Os destaques são a Lei nº 6404/76 das Sociedades Anônimas, a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) através da Lei nº 6385/76, a

¹ Entende-se por inovações financeiras novos instrumentos financeiros, novas práticas financeiras e até novas instituições financeiras, que podem ou não estar autorizados pelo órgão regulador. De acordo com Minsky (1982 e 1986), o objetivo de ganhar poder de mercado é um dos principais fundamentos das inovações financeiras.

regulamentação dos fundos de pensão, o surgimento dos mercados de opções e futuros e o uso de cartas de recompra para reduzir os prazos dos títulos de renda fixa.

Essa foi uma fase de crescentes dificuldades com a dívida externa, ocorrendo o progressivo bloqueio ao acesso aos créditos internacionais e o início do movimento de fuga de capitais. Adicionalmente, à medida que crescia o endividamento público interno, a poupança financeira voltava-se cada vez mais para as rentáveis aplicações financeiras lastreadas em títulos públicos, mantendo os mercados de ativos de renda variável em baixa.

Ao final dessa fase, no período 1984-86, verificou-se alta nas bolsas de valores, decorrente da frágil recuperação econômica de 1984-85 e da euforia decorrente do Plano Cruzado, que estimulou o consumo e aplicou uma política monetária expansiva. A alta no mercado secundário acabou por estimular expressivo montante de lançamentos primários de ações, aumentando inclusive o número de companhias de capital aberto. Mas, os problemas do Plano Cruzado e a mudança da política econômica impactaram rapidamente o mercado acionário, que começou a se retrair ainda em 1986, para só se recuperar seis anos depois.

Finalmente, a terceira fase - 1987-97 - foi a de **abertura ao investidor estrangeiro, privatização e crescimento dos investidores institucionais**. O referido processo se insere no movimento internacional de integração física e de procedimentos dos mercados financeiros, chamado globalização financeira². Para a maior parte dos países em desenvolvimento, caso do Brasil, representou uma inserção tardia no mercado de capitais globalizado, por duas razões: 1) a crise da dívida externa, com os desdobramentos na economia doméstica, cortou o fluxo de crédito e investimento internacional nos anos 80; e 2) a regulamentação financeira vigente até então era concebida para proteger os frágeis mercados financeiros domésticos e/ou promover o financiamento do desenvolvimento.

De acordo com Braga (1994 e 1997), trata-se de uma inserção na globalização de maneira subordinada, tendo os mencionados países que seguir recomendações de cunho neoliberal, que comprometem as condições para um crescimento sustentado da economia, em função da manutenção de taxas de juros elevadas, sobrevalorização da moeda local, déficits em conta corrente do balanço de pagamentos e dívida pública expandida.

² O conceito de globalização financeira e a expressão "mercados emergentes" serão discutidos no capítulo 3.

1.2. Evolução da regulamentação na fase 1987-97 e o comportamento do mercado

A evolução da regulamentação na fase 1987-97 foi estimuladora pela inserção do mercado de capitais doméstico à esfera financeira internacional, seja pela legislação específica ao tema ou pela privatização e regulamentação das inovações financeiras. O aparato institucional e regulatório como um todo, propiciou o desenvolvimento de uma infra-estrutura de negociações compatível com os países desenvolvidos. Foram também sendo abandonadas práticas intervencionistas chamadas de “repressão financeira” por estudiosos como Mckinnon (1973).

Como destaque desta fase tem-se: 1) a implantação do conjunto de medidas da Pequena Reforma Bancária iniciada a partir do Plano Cruzado, em especial o Banco Múltiplo e o Mercado Interbancário; 2) a Resolução nº 1289/87 e seus anexos, que regulam as diversas modalidades de investimento estrangeiro no mercado de capitais doméstico e o lançamento de *Depositary Receipts*³; 3) o Plano Diretor do Mercado de Capitais Brasileiro (jan/91) com o objetivo de fomentar e desregulamentar o mercado; 4) a regulamentação proveniente do CMN/Bacen, acerca do lançamento de títulos no exterior; 5) a Lei nº 8031/90, que regulamenta o programa de privatização e as subsequentes “Leis das Concessões de 1995”; 6) a flexibilização das regras para montagem de fundos mútuos e a criação de novas modalidades, como fundo imobiliário, fundo de investimento no exterior e fundo de empresas emergentes e 7) o início do relaxamento dos impedimentos dos residentes no país investirem em ativos originados no exterior, começando pela compra de ações de países do Mercosul e pela regulamentação dos *Brazilian Depositary Receipts (BDRs)*⁴.

Algumas dessas medidas legais, no sentido contrário dessa tendência de abertura e flexibilização, foram tomadas apenas para criar a possibilidade de estimular ou desestimular,

³American Depositary Receipt (ADR) ou Global Depositary Receipt (GDR) são recibos emitidos por instituições financeiras estrangeiras, lastreados em ações de companhias brasileiras. Esses recibos são negociados no exterior, em mercado de balcão ou bolsas de valores. Os DRS podem ser patrocinados ou não pela emissora das ações, embora habitualmente o seja. Existem quatro tipos de ADRS, sendo que as características dos mesmos serão discutidas no capítulo 3, Tabela 3.3.

De acordo com Lake & Graham (1990) a ADR é um instrumento antigo, criado na Inglaterra em 1927, para viabilizar a negociação de títulos ingleses no aquecido mercado americano. Mas, foi a partir dos anos 80 que o instrumento ganhou efetiva importância, para colocação de papéis de cias. européias privatizadas no mercado americano e para facilitar a compra de ações estrangeiras por parte dos investidores institucionais americanos. Segundo o Banco Itaú (1996), o objetivo do lançamento desses recibos é superar as barreiras formadas por diferentes procedimentos operacionais, idiomas, formulações legais, fusos horários e outros.

⁴ O BDR foi regulamentada em 1996, mas problemas na própria regulamentação e a falta de interesse de emissores e investidores impediram a efetiva realização de operações com esse instrumento.

em determinadas conjunturas, movimentos especulativos dos recursos externos de curto prazo. O Banco Central, por exemplo, manipulou com os prazos dos títulos lançados no exterior. O CMN adotou o IOF nos investimentos estrangeiros em ações (de 0% a 25%), renda fixa (de 7% a 40%) e contas de não-residentes, chamadas CC5⁵, estabelecendo a capacidade de desestimular as entradas através do aumento das alíquotas. Houve também a proibição dos investidores estrangeiros operarem com derivativos⁶. A reação costumeira dos investidores foi reduzir momentaneamente atividades nos segmentos atingidos pelas restrições, para avaliar a nova lucratividade e risco, frente a outras modalidades disponíveis no mercado doméstico ou internacional.

Todas as medidas regulatórias da fase 1987-97 foram sendo tomadas paralelamente a acontecimentos políticos e econômicos domésticos de grande importância, como duas eleições presidenciais polarizadas ideologicamente, *impeachment* do Presidente Collor, tendência à hiperinflação, quatro planos de estabilização, abertura comercial, privatização e crise dos bancos, como pode ser analisado na tabela 1.1. No plano internacional, os destaques foram a onda de desregulamentação do mercado de capitais, estreada pelo “*Big Bang* Londrino” de 1986, o *crash* da Bolsa de Nova York em 1987, com efeitos nos principais mercados, o rompimento da “bolha especulativa” no Japão a partir de 1990 e a baixa dos juros americanos no início dos anos 90. Posteriormente verificou-se a “Crise do México de 1994”, que abalou a confiança nos chamados “mercados emergentes” em 1995 e, por fim a “Crise do Sudeste Asiático de 1997”, que revelou as incertezas dos investidores estrangeiros com relação aos déficits em transações correntes e à sobrevalorização cambial verificados em muitos países em desenvolvimento, inclusive no Brasil. Esta última crise teve maior amplitude internacional do que a mexicana, impactando os fundamentos dos próprios mercados dos países desenvolvidos e revelando fragilidades das estruturas de alguns deles, caso do Japão. Seus desdobramentos ainda estão em andamento.

⁵ Tais contas, criadas pela Carta-Circular nº5 de 1969, permitiam ao não residente manter recursos no país e movimentá-los livremente, desde que fosse nomeado representante legal para fins tributários. Essa carta-circular foi substituída pela Circular do Bacen nº 2677/96, propiciando maior controle sobre as movimentações por parte das Autoridades Monetárias.

⁶ Derivativos são operações montadas a partir de ativos do mercado financeiro e de mercadorias, com o objetivo de *hedge* (proteção de riscos) ou alavancagem de aplicações (aumentar o retorno sobre o valor inicial investido). Dentro dessa definição incluem-se, por exemplo, as operações usando mercado de opções, futuro de taxa de juros e câmbio, *swaps* de moedas, de prazos, de mercadorias, entre outros. Em maio de 1997, o CMN voltou a permitir operações com derivativos por parte dos investidores estrangeiros, para fins de *hedge* de posições à vista.

Até a implantação do Plano Real em 1994, imperava no país uma profunda indexação, sendo comum por parte de vários autores⁷ a caracterização do período como de “moeda indexada”. O mercado de capitais esteve totalmente subordinado ao mercado monetário de curtíssimo prazo, destacando-se a corrida generalizada dos investidores para os fundos de renda fixa de curto prazo, não havendo mais separação entre reservas para capital de giro e poupança de médio e longo prazo.

Refletindo tal quadro macroeconômico, as bolsas de valores permaneceram em baixa até 1992, a partir de quando se verificou a entrada de inúmeros investidores estrangeiros interessados nos baixos preços das ações brasileiras, principalmente das empresas que poderiam ser privatizadas. Com o sucesso da política antiinflacionária do Plano Real e a eleição de Fernando Henrique Cardoso para presidente - favorito do mercado financeiro doméstico e internacional⁸ - os aportes estrangeiros às bolsas tenderam a crescer. No final de 1994, tais investidores entretanto se retraíram, temerosos dos efeitos da “Crise do México de 1994”.

Os investidores estrangeiros em renda variável voltaram a se interessar por ações brasileiras, mas preferiram comprá-las no mercado americano, através das ADRs, reduzindo relativamente seus negócios nas bolsas domésticas. As companhias abertas de grande porte acompanharam esse movimento, procurando tornar negociáveis suas ações diretamente no mercado internacional. As áreas de mercado de capitais dos grandes conglomerados financeiros voltaram-se progressivamente para o mercado internacional de ações e títulos de renda fixa privados, atrelando-se totalmente à sua lógica. Paralelamente, grande parte das corretoras e distribuidoras de valores independentes dos conglomerados financeiros perderam fatias do mercado, afetando sua já precária viabilidade operacional.

Apesar do crescimento do volume de negócios de renda fixa e renda variável decorrente do afluxo de capital estrangeiro de curto prazo, a sustentação do mercado de capitais doméstico no período 1987-97 foi dada pelos investidores institucionais, notadamente os fundos de pensão e mútuos de investimento, tendo o patrimônio destes últimos superado em muito o patrimônio da caderneta de poupança, tradicional forma de poupança voluntária desde a

⁷ Ver Mendonça de Barros (1993).

⁸ Alguns exemplos dessa afirmação podem ser facilmente encontrados em matérias da imprensa especializada em meados de 1994. Consultar, por exemplo: FSP de 8/mai/94, onde, Mendonça de Barros, L. C. destaca o pânico que tomou conta das Bolsas de Valores, chamando-o de “Efeito Lula” ; ou GM de 6/jul/94, pg. 17, onde consta uma matéria com declarações do economista-chefe do Citibank, Sr. Bier, A., em que o “desenlace favorável da disputa eleitoral” é uma derrota do candidato do PT, Luiz Inácio Lula da Silva.

reforma financeira dos anos 60. O assunto será abordado detalhadamente no capítulo 2. Além disso, o governo atuou no mercado de forma anti-cíclica, notadamente através do Sistema BNDES/BNDESpár.

Se a atividade de fomento e desregulamentação do mercado de capitais, por parte dos órgãos reguladores, pode ser considerada funcional ao crescimento do mercado no período 1987-97, o mesmo não se concluiu acerca da atividade fiscalizadora. Verificou-se no período estudado, uma série de ocorrências abusivas relevantes, onde os processos de averiguação e julgamento foram morosos⁹ e seus resultados pouco eficientes para coibir futuros atos lesivos ao mercado¹⁰. Isto levou a certo descrédito quanto à seriedade do mercado doméstico por parte dos investidores, sendo que no caso dos estrangeiros, verificou-se a conseqüente preferência por operar com ações brasileiras nas praças estrangeiras, onde os padrões operacionais e a fiscalização permitem maior segurança, além do menor custo.

As principais razões que explicam as deficiências dos órgãos reguladores quanto ao papel de fiscalização foram :

- 1) progressivo esvaziamento da função fiscalizadora da administração direta federal, no início dos anos 90, por corte de pessoal, salários e custeio, impactando indiretamente a CVM e o Banco Central, os principais fiscalizadores do mercado de capitais, como pode ser visto na figura 1.2;
- 2) descontinuidade administrativa da CVM, devido à dependência do poder executivo, às ingerências políticas e às pressões de grandes operadores. Entre 1989 e 1997, a CVM teve onze presidentes;

⁹ De acordo com Nelson Eizirik, ex-diretor da CVM, em mesa redonda na Abamec-SP do dia 7/out/96, no período 1978/96 a CVM instaurou 499 inquéritos administrativos, penalizando 684 pessoas. Os números são expressivos, mas a morosidade dos processos, as fracas penalidades e os recursos contra as mesmas acabaram por fragilizar a atividade fiscalizadora do órgão.

¹⁰ O mais famoso caso do período foi o "caso Nahas" ocorrido em jun/89, onde tal investidor liderou um movimento especulativo nos mercados a termo e de opções, que se rompeu por corte de crédito, deixando vários participantes inadimplentes e abalando várias instituições financeiras e a credibilidade do mercado. As bolsas de valores foram temporariamente fechadas e o mercado de opções suspenso até out/90. O assunto será tratado no apêndice ao capítulo 4.

Em 1996-97, a confiança na capacidade fiscalizadora do Bacen e CVM ficou bastante abalada com os casos dos Banco Econômico e Banco Nacional, este último inclusive manipulando expressivamente balanços para distribuição de lucros inexistentes e pelo esquema espúrio de distribuição de títulos públicos conhecido como "Escândalo dos Precatórios".

- 3) deficiência na legislação, quanto à possibilidade de penalizar e criminalizar procedimentos abusivos, concorrendo para tal o rigor do sigilo bancário garantido pela Lei nº 4595/64; e
- 4) falta de clara delimitação de poderes entre a CVM, Bacen, Susep e Secretaria de Previdência Complementar.

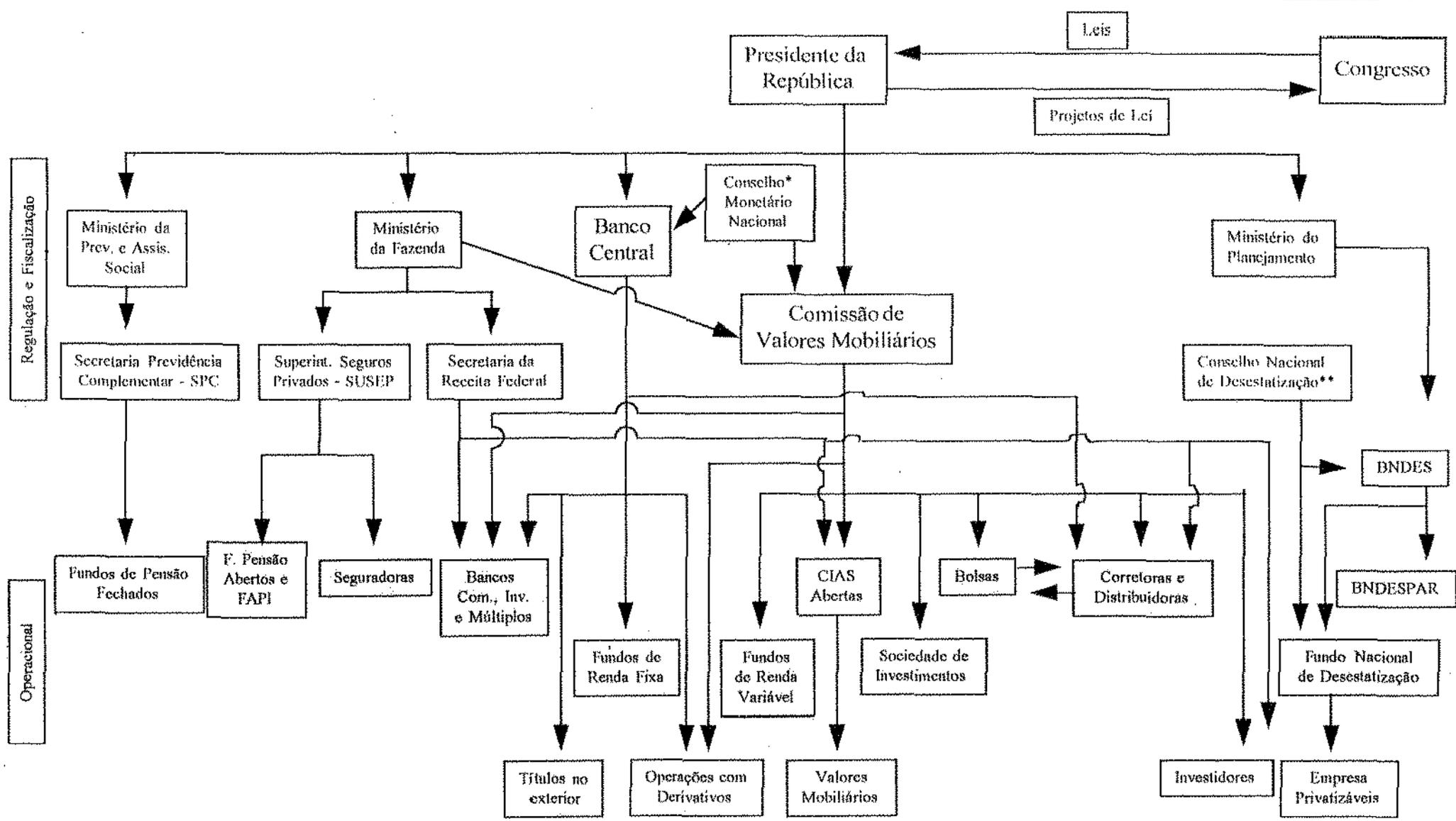
Com relação às duas primeiras razões, elas estão intimamente relacionadas à conjuntura política e à política econômica adotada no País. No que se refere à política, o desastroso Governo Collor promoveu uma espécie de desmanche do setor público em relação aos gastos sociais e fiscalização, além de colocar em cargos importantes pessoas pouco qualificadas. Ao mesmo tempo, a política de contenção dos gastos públicos nesse governo e nos subsequentes, sem uma reforma administrativa articulada, implicou corte de vagas e congelamento de salários, desestimulando indiscriminadamente o funcionamento de todo o setor público. Parte desse movimento de redução da capacidade de fiscalização foi justificada ideologicamente pela necessidade de estimular a auto-regulamentação do mercado.

Quanto à mencionada deficiência da legislação, em 5 de maio de 1997 foi aprovada a Lei nº 9457, cujo projeto era chamado de Hauly/Kandir, trazendo modificações na Lei nº 6385/76 e na Lei nº 6404/76. As modificações feitas na primeira dessas leis, introduzidas a pedido da CVM, tornaram as punições às infrações no mercado de capitais extremamente severas, agilizando futuros processos e criando atenuantes para réus confessos que reparassem os prejuízos ou ajudassem a indiciar outros envolvidos. Esse maior rigor e agilidade dos processos foi considerado um avanço para a credibilidade do mercado doméstico.

Finalmente, com relação à delimitação de poderes, como pode ser observado na figura 1.2., existem áreas do mercado onde mais de um órgão regula, como os balanços dos bancos de capital aberto, os fundos de investimento e os derivativos (a CVM e o Bacen atuam com práticas distintas), ou ainda a previdência privada, que em sendo fundo fechado se subordina a Secretaria da Previdência Complementar (SPC) e se for fundo aberto ao público se subordina à Superintendência de Seguros Privados (SUSEP). Essa estrutura deverá sofrer reformulações quando for regulamentado o artigo nº 192 da Constituição de 1988, referente à estrutura do Sistema Financeiro Nacional. Essa e outras alterações propostas nesse quadro institucional e nos diversos documentos legais e procedimentos do mercado de capitais serão discutidas no próximo item.

Esquema Operacional e de Regulamentação do Mercado de Capitais Brasileiro - 1996

Figura 1.2



(*) Composição: Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento, Presidente do BACEN (Lei 9.069/95).

(**) Composição: Ministro do Planejamento, Chefe da Casa Civil, Ministro Fazenda, Ministro Adm. Federal e Reforma, Ministério Ind. Comércio (Lei 8031/90 e MP 1481/96).

1.3. Propostas de Reformas da Regulamentação

Em janeiro de 1991, a Secretaria do Planejamento da República e a CVM divulgaram o documento conjunto chamado de “Plano Diretor do Mercado de Capitais”. Na parte relativa ao diagnóstico, o referido documento discutia a tendência de expansão do mercado de capitais internacional, através da crescente securitização das dívidas e aplicações de *portfolio*, inclusive nos “países emergentes”. Em contraposição, o mercado de capitais doméstico se encontrava debilitado, notadamente o mercado acionário¹¹, devendo ser fortalecido para se constituir em instrumento alternativo ao modelo de endividamento que norteou a economia brasileira desde fins da década de 60.

O referido plano alinhava 50 medidas distribuídas entre desregulamentação e fomento. A análise desse documento permitiu verificar que a maior parte das medidas adotadas até 1997 referiram-se à desregulamentação ou flexibilização das regras para a entrada do investidor estrangeiro. A tabela 1.2. a seguir resume as diretrizes básicas dessas 50 medidas e o estágios de sua implementação até 1997, de acordo com as pesquisas realizadas para este trabalho.

¹¹ O documento apontava que em 1990 existiam oficialmente 912 companhias abertas, sendo que de fato existiam apenas 200, enquanto o potencial seria de 3.000 companhias abertas de direito e de fato.

Tabela 1.2

Avaliação do cumprimento das diretrizes do Plano Diretor do Mercado de Capitais

Diretrizes básicas do Plano Diretor	Comentários
1. Apoio à participação dos empregados no lucro da empresa, acoplado ao objetivo de se constituir alguma forma de poupança e/ou patrimônio líquido individual do trabalhador.	Avançou pouco. Só ocorreu estímulo à participação acionário dos trabalhadores no processo de privatização das respectivas empresas estatais. Os fundos de pensão atingiram uma parcela pequena dos trabalhadores.
2. Maior controle e participação na gestão das empresas por parte dos sócios acionistas, mediante a emissão crescente de ações ordinárias, valorização das preferenciais, melhoria na política de dividendos e proteção ao minoritário.	Não avançou. Ao contrário, a mencionada reforma na Lei das S/As., feita pela Lei nº 9457/97, retirou direitos dos acionistas minoritários, para facilitar a privatização e negócios de fusão e incorporação, não alterando o elevado limite de emissão de até 2/3 do capital em ações preferenciais.
3. Aumento da transparência das empresas, incluindo as estatais e fechadas de grande porte.	Avançou pouco. Aumentou a transparência das empresas que lançaram ADRs, mas por exigência da legislação americana. As estatais em processo de privatização melhoraram um pouco a qualidade das informações, que ainda continuou sendo insuficiente.
4. Maior eficiência na administração de recursos, mediante a flexibilização das aplicações dos Investidores Institucionais.	Avançou pouco. Faltou aprimorar os controles sobre o cálculo e publicação da rentabilidade e risco dos fundos de investimento e melhorar a fiscalização sobre os administradores desses recursos.
5. Aperfeiçoamento do sistema de intermediação, incluindo bolsas e mercado de balcão.	Avançou bastante. As bolsas incorporaram avanços tecnológicos internacionais, tanto na área operacional, quanto no controle de risco, mas faltou um controle de risco que envolva os diversos intermediários. Os negócios concentraram-se cada vez mais nas instituições e Bolsas de São Paulo.
6. Agilização e redução dos custos de colocação dos valores mobiliários.	Avançou pouco. Os custos de emissão e distribuição (taxas, comissões e burocracia) ainda são considerados altos, relativamente ao quadro internacional.
7. Reavaliação das funções de desenvolvimento e fiscalização do mercado de capitais. Reestruturação da CVM.	Avançou pouco. Houve melhoria recente quanto ao rigor das punições e agilização dos processos. Mas a reestruturação mais profunda do quadro institucional depende da regulamentação do art. 192 da Constituição.
8. Agilização da Justiça.	Não avançou.
9. Flexibilização do mecanismo de captação da poupança externa, caminhando gradualmente para a abertura do mercado ao exterior.	Avançou bastante. Foram criados os Anexos IV e V, e os Fundos de RF, de empresas emergentes e imobiliários para o investidor estrangeiro, sendo as respectivas operações de câmbio eletrônicas e automáticas. O tratamento fiscal foi favorável.

Fonte da 1a. coluna: Seplan (1991)

Tendo em vista que as diretrizes desse Plano não foram devidamente atendidas e existe a necessidade de continuar o processo de fomento do mercado de capitais brasileiro, surgiram uma série de propostas acerca de reformas da regulamentação desse mercado. Algumas foram aprovadas recentemente, faltando implementar, outras encontram-se em fase de projeto de lei, outras em audiência pública na CVM, outras ainda em discussão nas associações de classe ou imprensa especializada.

Pode-se organizar as diversas propostas de reformas em curso nos seguintes pontos:

- 1) reestruturação dos órgãos reguladores e fiscalizadores, destacando-se: a) independência da CVM e Bacen do poder executivo; b) redefinição das atribuições entre os diversos órgãos envolvidos, com melhoria de integração dos diversos sistemas normativos e de fiscalização; e c) aperfeiçoamento da auto-regulação das Bolsas e instituições afins.
- 2) mudanças na Lei das S/As e instruções da CVM relativas às companhias abertas, destacando-se: a) redução do limite de até 2/3 de ações preferenciais; b) revisão dos aspectos contábeis das S/As; c) revisão dos procedimentos de *disclosure*, ou seja transparência e divulgação das informações societárias; e d) redução dos custos de abertura e negociação das companhias de médio porte.
- 3) aperfeiçoamento da legislação tributária referente às companhias abertas e seus acionistas;
- 4) nova regulamentação dos fundos mútuos de investimento;
- 5) medidas para promover o investimento doméstico no exterior ou em ativos financeiros externos; e
- 6) reforma e consolidação da legislação referente ao Investidor Estrangeiro;

Com relação ao primeiro ponto, a questão da independência do Bacen e da CVM frente ao poder executivo é muito polêmica, não havendo encaminhamento a curto prazo¹². É provável que a médio prazo haja uma redefinição de atribuições entre os diversos órgãos ou no mínimo uma maior articulação entre os mesmos, amparados pelo Projeto de Lei Complementar nº 41/91, que regulamenta o artigo nº 192 da Constituição¹³, ou outro projeto similar que o venha substituir ou complementar.

Com relação às discussões específicas acerca da reestruturação e fortalecimento da CVM como órgão regulador do mercado de capitais, os assuntos mais debatidos são a ampliação da jurisdição do órgão (incluindo os títulos de renda fixa privados, os fundos de renda fixa e todos os derivativos) e a revisão de sua linha de atuação, que deveria ser menos focada na estruturação prévia de produtos e na composição de carteira dos fundos e mais na fiscalização das condições de negociação pública dos valores mobiliários e no comportamento das companhias abertas e dos intermediários financeiros.

Quanto à auto-regulação das bolsas, esta existe de direito¹⁴, mas é pouco exercida de fato no que tange à fiscalização e punição de seus membros. Quanto à flexibilização e modernização operacional, o processo tem se desenvolvido, estimulado pelos próprios órgãos regulamentadores, para que as instituições domésticas possam enfrentar a concorrência decorrente da abertura financeira. Dentro dessa linha estão a recente implantação da *clearing* independente da Bovespa e as propostas de redução das taxas e comissões referentes a operações no mercado secundário.

¹² Roberto Teixeira da Costa, organizador e primeiro presidente da CVM, afirmou que a subordinação desta instituição ao Ministério da Fazenda, através do CMN, reduz o espaço da CVM. Ele defende maior autonomia e sua subordinação direta ao Congresso Nacional. (Jornal do Economista, 1995). Um artigo de Braga (1995), técnico da CVM, divulgado na revista da própria instituição sugere a independência do CVM do CMN, após uma revisão das jurisdições entre Bacen e CVM, ganhando esta última maiores responsabilidades.

Alkimar Moura, diretor do Bacen em 1996, em entrevista a Revista ANBID-Fundos de Investimento, afirmou que a experiência internacional tem mostrado que uma das pré-condições para um programa de estabilização bem sucedido é a existência de autonomia do Banco Central em relação ao poder executivo.

¹³ Projeto do Deputado Francisco Dornelles com Substitutivo do Relator Saulo Queiroz. Em 14/05/97, o referido projeto foi divulgado. Uma análise do mesmo permitiu verificar que, no que tange ao mercado de capitais, projetou-se uma redistribuição de tarefas entre o Bacen e CVM, recebendo esta o controle dos fundos de renda fixa e derivativos, e a criação de novas instituições, como a SUPREV- Superintendência da Previdência Privada. Esta última incorporaria as atuais atividades da SPC e da Susep, relacionadas à previdência privada, dentro da expectativa de crescimento desse segmento da previdência. Consultar CVM (1997).

¹⁴ A auto-regulação das bolsas e corretoras foi estabelecida pelas Resoluções 1645/89 e 1656/89 e pela Instrução CVM 220. Consultar Anexo 1, item 3.

Com relação ao segundo ponto, o já comentado Projeto Kandir/Hauly, aprovado e transformado na Lei nº 9457/97, tratou de reformas tópicas na Lei das S/As, não modificando sua estrutura. O mais relevante foi a retirada do direito de recesso¹⁵ em processos de cisão de companhias abertas, criticado por diversos estudiosos das leis societárias¹⁶. Na realidade, essa mudança foi projetada para agilizar o processo de privatização, uma vez que no atual estágio do mesmo a modelagem de venda implica que algumas estatais de capital aberto devam ser cindidas antes de seu repasse ao setor privado. Outra mudança foi o fim da oferta pública de compra de ações no caso de aquisição de controle acionário, o que facilita e barateia as mudanças de controle acionário, mas pode prejudicar o acionista minoritário. Finalmente, foi conferido o direito de um dividendo unitário 10% superior à ação preferencial, implicando que o respectivo acionista passou a ter efetivamente alguma vantagem que justifique não poder exercer o direito de voto.

Nessa reforma tópica da Lei das S/As foi abandonada a oportunidade de promover a redução do elevado limite de 2/3 de ações preferenciais, sem direito a voto, que dão aos detentores de apenas 17% de ações (51% de 1/3 de ordinárias) o pleno controle da companhia. A capacidade desse limite (criado na Lei nº 6404/76 das S/As), de estimular a abertura de capital das empresas já se esgotou há muito tempo, tornando-se, ao contrário, aspecto negativo para o investidor de visão de médio/longo prazo. O *lobby* da Associação das Empresas de Capital Aberto (Abrasca) contra a alteração permaneceu muito forte, impedindo a reformulação desse aspecto anacrônico da Lei das S/As¹⁷.

¹⁵ Direito de recesso significa o direito do acionista descontente com o acontecimento societário em questão se retirar da companhia, mediante reembolso pelo valor patrimonial contábil de cada ação possuída. A Lei 7959/89, chamada de "Lei Lobão", havia retirado o direito de recesso em várias situações, mas ela era recorrentemente questionada.

¹⁶ Carvalhosa (1997) afirmou que "mais uma vez a lei societária é instrumento institucional da política macroeconômica do governo", destacando também que o fato já havia ocorrido na MP 1179/95 que criou o PROER e suspendeu o direito de retirada dos acionistas das instituições financeiras envolvidas, tanto das deficitárias quanto das saudáveis, compradoras das primeiras (consultar volume 1, paginas XLVII - LXII). Trevisan (1997) afirmou que "para atrair cada vez mais o capital externo, inclusive no tocante ao processo de privatização, o governo, a partir de 1995, num total desprezo aos aspectos contratualistas da sociedade anônima, que seriam mais próprios à ideologia neoliberal, passou a cassar direitos dos acionistas em verdadeiros atos institucionais denominados Medidas Provisórias (caso do PROER) e agora pela chamada Lei Kandir".

¹⁷ O Relator Hauly havia proposto a redução do limite para até 50% de preferenciais, num prazo máximo de dez anos, mas o poder executivo pediu a retirada dessa proposta para que as discussões em plenário acerca do tema não atrasassem a aprovação dos pontos necessários à agilização do processo de privatização. A ação da Abrasca contra a redução do limite já havia ocorrido antes, quando o presidente da CVM, Roberto Faldini, que anteriormente era dirigente da Abrasca, arquivou um anteprojeto da CVM de 1991 que estava voltado para a proteção do acionista minoritário e reduzia o limite de emissão de preferenciais para 40%.

A revisão dos aspectos contábeis da Lei das S/As. e a normatização sobre *disclosure* estão em fase menos avançada, sendo polêmica a recente retirada pelo governo (Lei nº 9249/95) da correção monetária dos balanços. Este item da discussão acabou sendo permeado pela necessidade de adaptação das normas contábeis e procedimentos de *disclosure* aos padrões internacionais, notadamente os exigidos pela SEC americana, que registra os lançamentos de ADRs naquele mercado. Atualmente, as companhias brasileiras que lançam títulos no mercado internacional estão submetidas a normas contábeis e de divulgação de informações bastante superiores às que vigoram no mercado doméstico.

Com relação às companhias de médio porte, constata-se que as mesmas não conseguem se inserir no mercado de capitais domésticos, pelos custos e procedimentos que o processo exige, apenas compatíveis com empresas de grande porte. Ficam, então, dependentes do caro crédito bancário e de repasses do BNDES para a o financiamento de investimentos e modernização. Deste modo, a CVM poderia estimular a abertura de capital dessas empresas com redução generalizada dos custos de emissão. Na parte de negociação de títulos dessas companhias, têm ocorrido alguns progressos, como a criação de alguns fundos de “empresas emergentes”, mercado secundário de acesso e mercado de balcão organizado, mas os resultados são ainda incipientes.

O terceiro ponto - que trata da legislação tributária - é de grande importância para o fomento do mercado de capitais. A Secretaria da Receita Federal é o executor da política tributária do setor¹⁸, que é aplicada nos diversos segmentos do mercado, a saber: a) Imposto de Renda de Pessoa Jurídica, que dispõe sobre a tributação do lucro das companhias abertas e a distribuição de dividendos aos acionistas; b) IRPJ de todos os intermediários financeiros; c) IR e IOF incidentes sobre rendimentos e ganhos de capital dos investimentos das pessoas jurídicas e pessoas físicas; e d) CPMF incidente sobre a maior parte das movimentações financeiras realizadas pelos investidores.

A falta de uma política tributária consistente, ao longo do período estudado, inibiu a abertura de capital, afastou investidores e tirou a regularidade da política de dividendos das companhias. Adicionalmente, para o fomento do mercado acionário, é essencial que o fisco

¹⁸ As leis que tratam do IR são 8981/95, 9249/95 e as recentes Lei 9532 de 10/12/97 e MP 1636 de 12/dez/97, frutos do pacote fiscal de novembro de 1997. Também regulam a tributação do mercado, a Portaria MF nº 6, o Decreto 2219/97 e as Instruções Normativas da SRF nº 72 de 10/set/97 e nº 96 de 26/dez/97. Consultar o Anexo 1, item 8 deste trabalho.

estímule permanentemente a opção ação-dividendos em lugar da tradicional forma de empréstimo-juros, tanto para o tomador quanto para o investidor de recursos. Contudo, não há mais espaço para uma política tributária nos moldes dos antigos incentivos e subsídios que vigoraram até o início dos anos 80 e acabaram criando uma grande quantidade de empresas abertas que não se comportaram como tal¹⁹.

Em anos recentes, verificou-se um conjunto de medidas tributárias favoráveis às companhias abertas e seus acionistas. A partir de 1996, passou a vigorar a norma que isenta de Imposto de Renda na fonte os dividendos distribuídos aos acionistas. Isto, conjugado com a redução do IR máximo das companhias, de 40% para 30%, configurou grande redução da carga tributária para os acionistas, resultando em estímulo para o mercado de capitais, incluindo os investidores estrangeiros, que aceleraram as remessas de lucros e dividendos para o exterior.

Adicionalmente, como fator de estímulo à distribuição de resultados²⁰, tem-se o artigo 9º da Lei 9249/95, que para compensar a retirada da despesa de correção monetária, criou a possibilidade de cálculo e pagamento dedutível do IR de juros sobre o capital próprio. De fato trata-se de uma forma alternativa de dividendo, cujo pagamento para a empresa é dedutível do IR-PJ, aumentando o lucro líquido, mas ao mesmo tempo os acionistas que o recebem sofrem retenção de IR de 15% na fonte.

Com relação ao quarto ponto – nova regulamentação dos fundos mútuos – o debate mais estrutural refere-se à passagem dos fundos de renda fixa da jurisdição do Banco Central para a CVM. Até o presente, o CMN e a Receita Federal definiram regras operacionais e tributárias para os dois tipos de fundos, cabendo ao Banco Central ou a CVM, autorizar e fiscalizar o funcionamento dos fundos de renda fixa e de renda variável, respectivamente. Essa configuração tem se mostrado ineficiente tanto para as instituições que administram tais fundos, como para a capacidade de fiscalização dos dois órgãos reguladores.

Ainda quanto às reformas na legislação dos fundos, a CVM e a Abamec têm analisado critérios de padronização da apresentação do desempenho dos mesmos. Algumas instituições publicam

¹⁹ Como exemplo desses incentivos tem-se o DL-157 de 1967, que permitia às pessoas físicas o abatimento de até 10% do IR a pagar, revertendo essa quantia para fundos de ações ou debêntures conversíveis em ações. Ou ainda a regra vigente em 1974, que permitia que as pessoas físicas abatessem do IR a pagar o valor de subscrição de ações ou debêntures conversíveis. Todos os incentivos dessa natureza foram abolidos.

²⁰ De acordo com estudos da Lafis Consultoria, a taxa média dos pagamentos anuais de dividendos e juros sobre o capital próprio em relação ao preço da ação, conhecida pela sigla *YIELD*, subiu para 4,5% em 1997, enquanto a média no período 1986-96 era da ordem de 2,5%. Além da política tributária mais favorável, a taxa também se elevou em função da queda da inflação.

dados de alta rentabilidade, verificada em períodos selecionados ou em fundos de alto risco, como se fosse o padrão geral de rentabilidade do conjunto de fundos sob sua gestão, o que se configura prática lesiva ao investidor. O objetivo é implantar normas semelhantes às vigentes no mercado americano, conhecidas como PAP-Padrões de Apresentação de Performance, consagradas no documento AMIR (1997).

As fortes perdas verificadas em fundos de investimentos, decorrentes das mudanças das condições de mercado após o início da crise no sudeste asiático, obrigaram o CMN a adotar, em novembro de 1997, mecanismos emergenciais de controle da alavancagem desses fundos no mercado de derivativos, assim como mecanismos de segregação da administração dos mesmos.

Quanto ao quinto ponto, os debates acerca do investimento doméstico no exterior têm convergido para a necessidade de maior flexibilidade e abertura. Até 1997, o investidor doméstico podia oficialmente investir : em Fundos de Investimento no Exterior, constituído, no mínimo, por 60% de títulos da dívida externa brasileira, nas Bolsas do Mercosul e na compra de BDRs e *Depositary Receipts* de empresas brasileiras, estes últimos possibilitando a prática de arbitragem²¹ internacional. Mas, como será discutido no capítulo 3, os investidores domésticos encontram facilidades em montar ou participar de fundos *offshore*, que investem também em ações brasileiras e são administrados por instituições brasileiras. É necessário que os órgãos reguladores reconheçam essas práticas, posicionem-se claramente frente a elas, autorizando-as ou coibindo-as de fato, promovendo a partir daí as alterações que se fizerem necessárias.

O sexto ponto do debate sobre reformas refere-se à necessidade de consolidar a legislação que trata do investimento estrangeiro no mercado de capitais doméstico, notadamente a Resolução nº 1289/87 e seus anexos e os regulamentos para montagem de outros fundos de capital estrangeiro. A abertura ao investidor estrangeiro que esses documentos permitem é bastante ampla, bastante superior à vigente em muitos “mercados emergentes” entre os quais o Chile. Este país impõe “quarentena” e taxaço aos capitais de curto prazo. Acredita-se que muitos dos que propõem maior abertura estão fazendo *lobby* para os especuladores internacionais e domésticos.

²¹ O termo é usado para designar operações em que se aproveita o diferencial de preços ou demais condições de um determinado ativo negociado em diversos mercados.

Analistas e técnicos preocupados com a qualidade do investimento internado no país têm sugerido que os atuais instrumentos legais sejam simplificados e desburocratizados, atraindo mais investidores de médio e longo prazos e relaxando às barreiras ao investidor estrangeiro de varejo, essas medidas não implicando abertura ainda maior aos capitais voláteis. Nesse sentido, a crise generalizada dos mercados dos países em desenvolvimento no segundo semestre de 1997 fortaleceu o debate internacional sobre a necessidade de uma regulamentação concentrada sobre os fluxos de capital de curto prazo²² e trouxe de novo à discussão o polêmico imposto sobre transações em mercados de câmbio, idealizado por Tobin e endossado pelas Nações Unidas²³.

Entre as principais conclusões deste capítulo destaca-se que as instituições e procedimentos de regulação do mercado de capitais brasileiro, no período estudado, foram mais ativos na promoção da abertura do mercado de capitais doméstico ao investidor estrangeiro e da privatização. Não foram implantadas regras que levassem a um maior fortalecimento do mercado doméstico, como a pulverização da propriedade das ações, a ampliação do direito de voto, ou ainda o estímulo à abertura sustentada do capital das empresas de médio porte. Além disso, os mecanismos de controle de risco e divulgação de informações mostraram-se insatisfatórios. Isto se explica pela própria prioridade macroeconômica de entrada de recursos externos para a sustentação da estabilidade e pelo momento internacional de globalização financeira com centralização do capital, que deixaram em segundo plano diretrizes ligadas à democratização da propriedade e estratégias de crescimento endógeno do mercado doméstico. No que tange especificamente à pulverização da propriedade das companhias abertas, observou-se que esse processo, na prática, foi substituído pelo crescimento dos investidores institucionais, assunto do próximo capítulo.

²² George Soros, um dos maiores investidores e administradores de fundos do mundo, frente à crise asiática de 1997, afirmou que o setor privado está mal preparado para alocar crédito internacional e defendeu a criação de uma autoridade internacional para supervisionar os movimentos de capital e regular a alocação de crédito (consultar seu artigo para o jornal Financial Times, publicado in GZM de 13/jan/98).

²³ James Tobin afirmou que não teve razões éticas na criação de sua proposta de imposto, mas sim técnicas. O objetivo inicial "é estimular transações fundamentais, de longo prazo, e desencorajar as transações especulativas com câmbio, a rápida entrada e saída de dinheiro.(...) Outro objetivo é quebrar a conexão entre as taxas de juros de um país e as de outro, criada graças à arbitragem entre mercados, facilitada pela tecnologia moderna." (in Rev. Bovespa, abril/97).

CAPÍTULO 2

INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

2.1. O crescimento dos Investidores Institucionais no período 1987-97

Entende-se por investidores institucionais as aplicações coletivas de poupança voluntária ou compulsória, administrados por terceiros ou não. Os principais exemplos são os Fundos Mútuos de Investimento, os Fundos de Pensão e as Seguradoras.

Ao longo dos anos 80, ocorreu no plano internacional um generalizado crescimento do patrimônio dos investidores institucionais, de maneira que seus negócios foram progressivamente dominando todos os segmentos do mercado de capitais. Como destaca Lake & Graham (1990), ao final da década de 80, os investidores institucionais já comandavam 80% dos negócios da Bolsa de Nova York, embora as pessoas físicas ainda controlassem 55% das ações negociadas. O crescimento da participação dos institucionais continuou nos anos 90, atingindo a participação média de 55% do capital votante das companhias.

Os investidores institucionais abandonaram progressivamente a postura passiva - vender a participação societária quando não satisfeitos com resultados ou qualidade da administração - adotando uma postura ativa, que intervém com o direito de voto na condução dos negócios das companhias. Mahoney (1997) destaca que a participação no processo de seleção da diretoria é um dos principais objetivos das instituições ativistas, para que seus interesses sejam efetivamente representados.

Na Europa, o crescimento dos investidores institucionais também foi expressivo, devido à flexibilização das regras dos fundos de investimento e ao incentivo aos fundos de pensão privados complementares à previdência estatal. Esses investidores tornaram-se os grandes *players* do mercado de capitais globalizado.

No Brasil, verificou-se também considerável crescimento do patrimônio dos investidores institucionais, basicamente a partir dos anos 90, como pode ser visto na tabela 2.1.. O patrimônio líquido acumulado por esses investidores, ao final de 1997, era da ordem de US\$ 197 bilhões, correspondente a 25% do PIB.

Tabela 2.1.

Patrimônio dos Investidores Institucionais

Anos Selecionados entre 1986-97 - Em US\$ bilhões

Ano	Fundos Mútuos	Fundos de Pensão	Seguradoras	Total
1986	5	9	1	15
1987	7	8	1	16
1990	7	12	2	21
1994	54	55	5	114
1995	67	59	7	133
1996	104	69	8	181
1997	107	80	10	197

Fontes: Anbid, Abrapp e Susep. Obs: As seguradoras incluem os fundos de pensão abertos. Dados de 1997 são preliminares.

As razões básicas desse crescimento são as mesmas verificadas no mercado internacional:

- 1) Redução dos custos operacionais das aplicações de grande porte (corretagens, controles, custódias e acesso à informação);
- 2) Afastamento do investidor de varejo (pessoa física ou pequenas empresas) das bolsas e dos mercados de títulos de renda fixa, pela preferência dos corretores em negociar com investidores de grande porte;
- 3) Crescimento da previdência complementar privada;
- 4) Sofisticação das técnicas de gestão de fundos;
- 5) Interesse dos bancos em ampliar a administração de recursos de terceiros;
- 6) Securitização de dívidas e recebíveis, disponibilizando ativos para os fundos;
- 7) Acesso facilitado, por parte dos investidores institucionais, às praças internacionais;

8) Estímulos da Política Econômica e da regulamentação.

Contudo, é necessário uma análise particularizada dos dois principais segmentos para uma melhor compreensão do processo.

2.2. Fundos Mútuos de Investimento

Embora já existissem desde o início do século em alguns países¹, os fundos de investimentos tornaram-se efetivamente importantes como veículo de captação de poupança nos anos 80. Nos Estados Unidos, eles foram introduzidos na década de 20, sendo que em 1940, a Security and Exchange Commission (SEC) publicou o “Investment Company Act of 40” para regulamentar o tema.

Até os anos 70, os fundos eram principalmente de ações, havendo alguns compostos por títulos de renda fixa de longo prazo. Em 1972, foram criados os *money markets funds*, que atraíram o pequeno poupador para a modalidade de aplicação em fundos. Mas foi a partir dos anos 80, e especialmente nos anos 90, que o patrimônio consolidado passou a apresentar expressivas taxas de crescimento, como pode ser verificado na tabela abaixo, “tornando-se o segundo maior grupo de entidades financeiras depois dos bancos comerciais”². Estes, na realidade, também entraram no negócio, à medida que a legislação americana foi flexibilizando o modelo de especialização financeira.

¹ De acordo com Zibecchi (1996), “a origem desta modalidade ou conceito data do século XIX na Escócia”.

² Citação extraída do estudo citado na nota anterior.

Tabela 2.2.

Patrimônio Líquido Consolidado dos Fundos de Investimento Americanos

Anos Seleccionados entre 1970-95 - Em US\$ bilhões

Ano	Fundos de Ações	Fundos de R. Fixa	<i>Money Market Funds</i>	TOTAL	% do PIB
1970	45,1	2,5	-	47,6	4,7
1980	44,4	14,0	76,4	134,8	5,0
1985	116,9	134,8	243,8	495,5	12,3
1990	145,8	322,7	498,3	966,8	17,5
1995	1.269,0	793,0	753,0	2.815,0	38,8

Fonte: Investment Company Institute: International Financial Statistics, citado no estudo de Zibecchi (1996)

Alguns fundos de investimento norte-americanos atingiram volumosos patrimônios líquidos, tornando suas estratégias sinalizadores do comportamento do mercado como um todo³. Seus administradores foram tomando o lugar dos banqueiros dos anos 60 e 70, no que tange aos reflexos de suas recomendações de política econômica, notadamente aos países em desenvolvimento, para onde foram deslocando uma parcela de suas aplicações.

Em outros países também se verificou o crescimento do patrimônio dos fundos de investimento, variando a distribuição entre os diversos tipos de acordo com o histórico do mercado financeiro local e da regulamentação pertinente.

³ O maior e mais famoso fundo é o Fidelity Magellan, administrado pela Fidelity Investments, a maior administradora de fundos mútuos dos Estados Unidos. Em 1997, quando atingiu o patrimônio líquido de US\$ 60 bilhões, seus administradores anunciaram o fechamento do mesmo para novos quotistas, dadas as dificuldades crescentes que seu tamanho estava trazendo à administração, fato refletido no seu retorno, abaixo do índice de bolsa S&P500 desde 1993. Consultar GZM de 9/set/97.

Tabela 2.3.

Patrimônio dos Fundos de Investimento, por Tipos de Fundos - Dez/96

País	Total US\$ bi	% Fundo Ações	%Fundo R.Fixa	%Fundo C.Prazo	% outros
Brasil	104	4	68	20	8
Canadá	155	52	9	15	24
França	534	11	29	45	14
Japão	420	24	44	29	2
Inglaterra	201	88	5	1	6
EUA	3539	50	22	25	3

Fonte: International Mutual Survey, in Rev. Anbid de maio/97

Os primeiros fundos de investimento surgiram no Brasil no final dos anos 50⁴, mas só tomaram impulso após a criação dos Fundos de Ações DL 157, que criaram uma espécie de mercado cativo para a administração de fundos. Ou seja, o contribuinte do Imposto de Renda optava passivamente por aplicar parte do IR devido no fundo 157 administrado pela instituição financeira onde mantinha negócios. E como os recursos aplicados ficavam indisponíveis por muito tempo, o contribuinte, transformado em condômino do fundo 157, tinha poucas condições e interesse de cobrar desempenho de tais fundos. Esses fundos incentivados estimularam as bolsas de valores e o mercado primário de títulos e, ao mesmo tempo, trouxeram bons retornos aos seus administradores, pelas seguintes razões: 1) desenvolveram a habilidade de administrar fundos voluntários, de renda variável e fixa; 2) as taxas de administração eram, no geral, lucrativas; e 3) todos os ativos de má qualidade eram “descarregados” nesses fundos, porque os condôminos não cobravam desempenho.

Os Fundos 157 foram extintos em 1984 e posteriormente incorporados ao patrimônio dos Fundos de Ações voluntários administrados pelas respectivas instituições, para serem liberados até 1994. Em 1996, a CVM tentou localizar cerca de 3 milhões de

⁴ O Fundo Crescinco de Ações, da Deltec que depois se transformou em Unibanco Banco de Investimento do Brasil, teria sido o primeiro a ser montado.

condôminos que não haviam retirado suas quotas, estimando tal massa de recursos em US\$ 500 milhões.

A partir da extinção do Fundo 157, o dinamismo dos fundos de investimento deu-se basicamente no segmento de Renda Fixa, exceção feita ao breve período do Plano Cruzado. Como principais justificativas têm-se:

- 1) O setor público apresentou endividamento crescente, colocando no mercado grande quantidade de títulos de renda fixa a taxas atraentes;
- 2) O ambiente de alta inflação e incerteza do período 1987-94, exigindo que todas as disponibilidades fossem aplicadas em renda fixa;
- 3) A própria política do governo, como criar os fundos de curto prazo em 1986, o FAF em 1990⁵ (em substituição às aplicações de varejo no *open-market* e aos fundos de curto prazo) e os fundos de *commodities* em 1992⁶;
- 4) A agressividade das instituições financeiras, com a criação de fundos dedicados a grandes investidores;
- 5) A crescente automação dos procedimentos bancários, facilitando a aplicação de varejo em fundos de renda fixa;
- 6) A relativamente baixa rentabilidade da caderneta de poupança, notadamente entre 1994-96; e
- 7) A aplicação do patrimônio dos fundos de pensão em fundos de renda fixa, em detrimento das aplicações diretas em CDBs ou títulos públicos⁷.

⁵ Fundo de Aplicação Financeira, criado no Governo Collor e extinto na reforma dos fundos de 1995. De acordo com Zibecchi e Affonso (1997), "através da criação dos FAFs inicia-se efetivamente um novo ciclo de crescimento da indústria de fundos que, na condição única de moeda remunerada, teve uma grande disseminação dentro das instituições financeiras e junto ao público" Consultar Rev.Anbid -FI, mai/97.

⁶ Os fundos de *commodities* foram criados para "incrementar as operações realizadas nos mercados físicos e de liquidação futura de produtos agrícolas, pecuários e agro-industriais". Na prática, eram fundos de renda fixa, já que o limite mínimo de aplicação em papéis agrícolas era de apenas 25%, como também porque estes mesmos papéis tinham configuração básica de renda fixa. Os fundos de *commodities* atraíram os recursos da maior parte dos investidores em fundos, devido a operações irregulares que aumentavam sua rentabilidade, relativamente aos FAFs ou aos demais Fundos de Renda Fixa. Foram extintos em out/95, quando acumulavam patrimônio de US\$35 bilhões. Consultar Rev. Conjuntura Econômica (jan/96) e Rev.Anbid- FI (n.ºs. diversos de 1995).

A alta verificada no mercado acionário no período 1992-94, decorrente da entrada do investidor estrangeiro e da implantação do Plano Real, aumentou o patrimônio dos fundos de ações, tanto pela valorização dos mesmos, como pela entrada de novos quotistas. A participação desse segmento cresceu para 7% do total do patrimônio dos fundos. O movimento foi interrompido em dezembro de 1994 pela Crise do México, que afastou os investidores estrangeiros do mercado doméstico, trazendo uma baixa nas cotações, o que foi reforçado pela política doméstica de juros altos e contenção de crédito do primeiro semestre de 1995. Assim, após 18 meses de estabilização monetária, ao final de 1995, dos US\$ 67 bilhões aplicados em fundos de investimento, apenas 3% estavam alocados no segmento de fundos de ações⁸.

No segundo semestre de 1995, através da Resolução do CMN nº 2183, o Governo introduziu uma série de mudanças na legislação dos fundos de investimentos, extinguindo as modalidades de renda fixa, renda fixa de curto prazo, FAF e *commodities* e instituindo no seu lugar os fundos FIF, FAC-FIF de 30 e 60 dias⁹ e FIF de curto prazo. Os principais objetivos foram flexibilizar as regras e estimular o alongamento do prazo das aplicações de renda fixa, este último através da imposição de recolhimentos compulsórios não remunerados para aplicações em fundos de menos de 60 dias¹⁰. Os Fundos Mútuos de Ações permaneceram inalterados, mas os Fundos de Ações - Carteira Livre sofreram modificações, destacando-se a proibição de operações que acabavam caracterizando tais fundos como de renda fixa.

A resposta dos investidores a essas mudanças foi o progressivo deslocamento para aplicações em Fundos FIF ou FAC-FIF de 60 dias. A tendência de alongamento do prazo de aplicação se afirmaria no final de 1996, com o anúncio de entrada em vigor, no início

⁷ De acordo com a Abrapp, em 1991 os fundos de pensão aplicavam apenas 1% de seu patrimônio em fundos de investimento, chegando a 16 % em 1996. Consultar GZM de 23/jan/97.

⁸ A Fundação Getúlio Vargas divulgou, na sua revista acima referida, uma pesquisa de rentabilidade dos fundos de investimento, no período de out/91 a set/95. Entre os dez mais rentáveis, oito eram de renda variável. Contudo, em termos de rentabilidade média do período, os de renda fixa foram mais rentáveis, apresentando retorno trimestral de 2,75% acima da caderneta de poupança, enquanto os de ações apresentaram retorno de 1,02%, no mesmo critério.

⁹ Fundos do tipo FAC são fundos cuja carteira é composta por aplicações em quotas de outros fundos da mesma natureza.

¹⁰ Nos FIF-curto prazo (menos de trinta dias) incide recolhimento de 40% e nos FIF 30 dias incide recolhimento de 5%.

de 1997, da Contribuição por Movimentação Financeira (CPMF), que inviabilizou os fundos de curto prazo e atraiu para os fundos mais longos os compradores diretos de títulos públicos e títulos privados financeiros. Os FAC, por sua vez, contribuíram para acelerar o processo de terceirização da administração.

Tabela 2.4.

Patrimônio Líquido dos Fundos de Investimento

Tipo	1 9 9 5		1 9 9 6		1997	
	US\$ milhões	% no total	US\$ milhões	% no total	US\$ milhões	% no total
Ações	952,7	1,4	971,3	0,9	1.444,4	1,3
Ações-C.Livre	888,3	1,3	3.292,0	3,2	9.664,3	9,0
FAC-Ações	-	-	52,0	-	165,8	-
Inv. no Exterior	110,2	0,2	143,4	0,1	246,7	0,2
FIF-60	49.960,8	74,0	73.544,9	73,6	83.290,1	77,5
FIF-30	2.014,3	4,0	4.363,5	4,5	7.330,7	6,8
FIF-Curto Prazo	13.562,1	20,1	21.245,8	20,5	5.627,7	5,2
FAC-FIF 60	13.884,1	-	20.920,5	-	34.448,8	-
FAC-FIF 30	565,7	-	1.356,2	-	4.134,6	-
FAC-FIFC.Prazo	1.443,2	-	5.532,8	-	3.288,3	-
T O T A L *	67.488,6	100,0	103.742,3	100,0	107.603,9	100,0

Fonte: Anbid * Não inclui os fundos FAC, para evitar dupla contagem

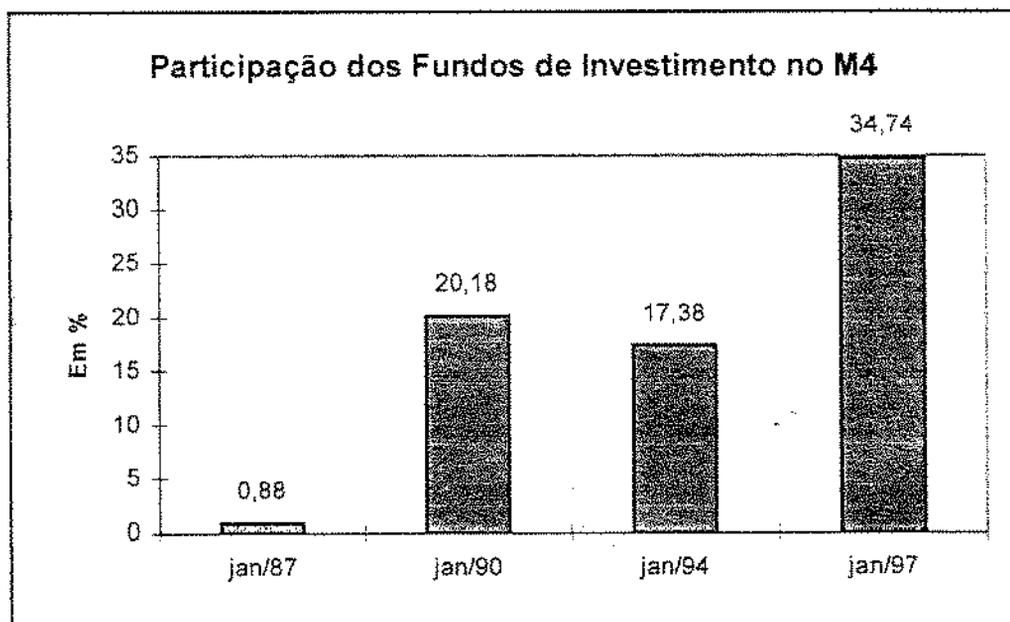
O patrimônio consolidado dos Fundos de Investimentos cresceu 55% e 4% em 1996 e 1997 respectivamente, atingindo cerca de 15% do PIB anual (Tabela 2.4.). O crescimento de 1997 retraiu-se em função dos saques e ajustes patrimoniais decorrentes das alterações das condições de mercado após a crise asiática, e também da mudança das regras do Imposto de Renda sobre rendimentos dos fundos¹¹.

¹¹ Dentro do "pacote fiscal" do final de 1997 (Lei 9532/97 e Port.SRF 96) ocorreu o aumento da alíquota de IR sobre os rendimentos de Renda Fixa (de 15% para 20%) e mudança no regime de recolhimento do imposto. Consultar Anexo 1, item 8.

Verificou-se em 1996, e mais acentuadamente em 1997, crescimento da participação do patrimônio dos fundos de ações (Tabela 2.4.). Isto se explica pelo expressivo rendimento real que esse segmento apresentou até julho de 1997¹² e também por práticas dos administradores, que transformaram indevidamente fundos de renda fixa em fundos de ações-carteira livre, o que foi proibido posteriormente pela CVM¹³.

Os fundos de investimento atraíram os recursos da caderneta de poupança e dos aplicadores que anteriormente investiam de forma direta em títulos públicos e títulos privados financeiros. Isto concorreu para aumentar consideravelmente a relação do patrimônio dos fundos de investimento com o conceito ampliado de meios de pagamento M4 (Gráfico 2.1.). Ao final de 1996, 40% do patrimônio consolidado dos fundos estavam aplicados em títulos públicos, 14% em títulos privados financeiros e 9% em depósitos junto ao Banco Central.

Gráfico 2.1.



Fonte: Rev. Anbid-FI, Mai/97 Fundos: R.Fixa e C.Prazo

¹² Em termos reais, os fundos de ações cresceram 24% em 1996 e 64% acum.jul/97, contra respectivos 16% e 7% do FIF-60 dias ou respectivos 6,5% e 3% da caderneta de poupança (deflator IGP-M). Mas, a partir de ago/97, as bolsas sofreram fortes desvalorizações decorrentes da "Crise do Sudeste Asiático" e consequentes desconfiças contra o Brasil, reduzindo o crescimento acumulado no ano até novembro para 11,5% reais, contra 11,2% dos FIF-60 dias e 8,4% da caderneta de poupança.

¹³ Essa prática dos administradores decorreu das vantagens que o fundo carteira livre apresentava em relação ao fundo de renda fixa 60 dias: liquidez diária ao cliente e IR de 10% , enquanto o segundo além do prazo de carência de 60 dias, pagava IR à taxa de 15%.

Verificou-se também considerável aumento do número de fundos (2254 ao final de 1997), levando as instituições administradoras ampliar alternativas de investimento e atender clientes especiais, incluindo a criação de fundos exclusivos¹⁴. Outra tendência observada nos últimos anos foi o crescimento de fundos alavancados de alto risco, que aplicam intensamente em derivativos, impropriamente chamados de fundos *hedge*. Boa parte desses fundos foi constituída sob a forma de fundo de ações-carteira livre. Esses fundos, principalmente os de menor porte, conseguem desempenho superior à média do mercado, mas podem apresentar grandes prejuízos por ocasião de alterações rápidas da conjuntura econômica, por erro de estratégia, ou pelos dois acontecimentos combinados. Tal fato ocorreu em muitos desses fundos a partir da eclosão das turbulências no sudeste asiático¹⁵.

As principais instituições administradoras em termos de volume administrado foram os grandes bancos de varejo, mas também se destacam instituições de atacado, com tradição na área de investimentos, como pode ser observado na tabela a seguir:

¹⁴ A Legislação proíbe a montagem de fundos com um cliente só ou de apenas um mesmo grupo, mas os administradores costumam contornar essa regra. As vantagens obtidas são liquidez diária em fundos de 60 dias, sem perda de rentabilidade ou pagamento de compulsório, reforçadas pelo não pagamento de CPMF nas movimentações de carteira. No 2º sem/96, através da Instr. CVM nº. 254 e Circ.Bacen 2740, foi permitida a constituição de fundos exclusivos para investidores qualificados, como os fundos de pensão, seguradoras e consórcios, flexibilizando a proibição anteriormente mencionada. Ao final do 1º sem/97, esses fundos exclusivos atingiram US\$ 25 bilhões.

¹⁵ Em jul/97, a Linear Investimentos, famosa empresa de investimentos administrada por Ibrahim Eris, Luis Paulo Rosenberg, David Gotlib e Emir Capez, admitiu que errou a estratégia durante o período de turbulência das bolsas ligada à “Crise do Sudeste Asiático”, tendo apresentado os piores resultados do mercado, depois de um histórico de alto desempenho, que fez da marca Linear um sucesso. Na época, essa empresa administrava um patrimônio da ordem de US\$ 1 bilhão, aplicados em 39 fundos locais, parte deles de terceiros, e 13 *offshore*. Em out/97, a 2ª. onda de desvalorização das bolsas atingiu mais intensamente a Linear, sendo que o patrimônio dos fundos próprios caiu 65% no 2º semestre, queda decorrente da desvalorização das quotas e dos resgates dos condôminos. A mesma queda foi verificada no patrimônio dos fundos administrados pelo Banco Garantia, outra instituição de características agressivas. Consultar GZM de 14/ago/97, de 3/nov/97 e 17/fev/98.

Tabela 2.5.

Participação das Principais Instituições Administradoras no Patrimônio Líquido
Consolidado dos Fundos de Investimento - Em %

Instituição	Dez/95	Dez/96	Set/97
Banco do Brasil	15	17	14
Bradesco	10	13	9
Itau	11	8	10
Citibank	4	5	6
Caixa Econômica Federal	4	4	5
Unibanco	4	4	5
Banco Real	4	4	4
Banco de Boston	4	4	4
Banco Safra	6	4	4
CCF	3	3	3

Fonte: Anbid

Entre as principais mudanças observadas na administração a partir do Plano Real e das mencionadas reformas da legislação estão o crescimento dos administradores independentes¹⁶ e a redução das taxas de administração, estimulada pela estabilização monetária e pela concorrência entre as instituições. Cabe mencionar que a flexibilização das regras para entrada do capital estrangeiro no sistema financeiro nacional, verificada em 1996, contribuiu para acirrar a concorrência, não só na disputa dos clientes de atacado como também no ramo de varejo. Isso contribuiu não só para a redução de taxas, como para alterações na qualidade da gestão das carteiras¹⁷ e para associações

¹⁶ Administradores independentes correspondem a empresas de gestão de recursos sem vínculos com bancos, ou empresas independentes criadas por estes apenas para administrar recursos de terceiros. De acordo com Sizenando, C. Vice-Presidente do Unibanco em entrevista à Rev. Anbid - Fundos de Investimentos, de dez/96, o crescimento da terceirização da gestão não significa desintermediação bancária, uma vez que estes fundos continuam sendo vendidos através dos bancos, nas agências ou através dos meios remotos que eles oferecem. O Unibanco criou a UAM - Unibanco Asset Management para administrar recursos de terceiros. O Lloyds criou a LAM - Lloyds Asset Management.

¹⁷ Sobre novas técnicas de gestão, consultar o artigo de Brito, N. "Gestão Segmentada de Investimentos", na Rev. Anbid-FI de 1996. " Neste sistema, os níveis decisórios e de responsabilidade são claramente identificados: o nível de *asset allocation* que envolve a distribuição de recursos entre os diversos

entre instituições domésticas e administradores estrangeiros¹⁸, seguindo características que já se verificavam na administração dos recursos do investidor estrangeiro, assunto do capítulo 3.

Em novembro de 1997, o CMN e o Banco Central editaram um conjunto de normas para aprimorar a regulamentação¹⁹, face às perdas consideráveis nos fundos de investimento por ocasião das bruscas oscilações das condições dos mercados verificadas no final do mês de outubro. A primeira alteração foi a institucionalização da tendência de administração independente dos recursos de terceiros, que deverá ser segregada das operações próprias do banco ou da corretora que capta os recursos, seja pela constituição de diretoria/empresa de gestão ou pela terceirização da gestão. Essa segregação é conhecida no mercado como *chinese wall*. O objetivo foi tornar mais transparente as operações entre os fundos e as tesourarias das instituições financeiras, uma vez que estas costumavam ficar com as melhores aplicações, em detrimento dos fundos administrados.

A segunda alteração visou reduzir o grau de alavancagem e conseqüente risco dos fundos, impondo três tetos de limites de comprometimento de seus patrimônios na prestação de garantias em operações com derivativos. Por fim, as autoridades exigiram que os administradores esclareçam melhor aos investidores o perfil de risco de cada fundo. Este conjunto de medidas foi um exemplo de regulamentação passiva, ou seja, lançada depois dos acontecimentos prejudiciais aos investidores.

Surgiram também, no período analisado, os fundos de empresas emergentes, fundos *small caps*, ou fundos e carteiras de *private equity*. Estes fundos estão voltados para empresas de menor porte, baixa liquidez nas bolsas ou no mercado de balcão, ou até mesmo fechadas, caso do último tipo. Essas modalidades entretanto foram pouco

segmentos da carteira, e o nível de gestão de cada um dos segmentos específicos definidos. Esta separação de níveis decisórios e de responsabilidade permite uma melhor medida e avaliação do desempenho dos diversos gestores envolvidos, sejam eles gestores internos, sejam eles gestores externos contratados em processos de terceirização”.

¹⁸Em 1996, o Bradesco se associou ao Salomon Brothers, uma das maiores instituições de investimentos do mundo, para lançar uma nova família de fundos de investimento, “destinados a executivos e profissionais liberais”. Consultar GZM de 28/nov/96.

¹⁹Resolução CMN 2451/97, Circulares BACEN 2784/97 e 2786/97. Essas medidas já foram comentadas no capítulo I, estando as duas primeiras resumidas no Anexo I. Maiores detalhes podem ser obtidos no jornal GZM de 28/nov/1997.

representativas, predominando os fundos de ações com aplicações em ações de alta liquidez. Também surgiram os fundos imobiliários, ainda com pouca expressão.

Resumindo, no período estudado, os fundos de investimentos assumiram relevante papel na intermediação financeira do País, principalmente como compradores de títulos governamentais e captadores da poupança financeira das pessoas físicas e jurídicas, inclusive superando a tradicional caderneta de poupança. Isso se deve ao fato de que os fundos se tornaram substitutos do M1 nos períodos de alta inflação, quando forjou-se uma cultura que se manteve no período de estabilização, e também às próprias política econômica e regulamentação específica, que podem ser consideradas como ativas.

A abertura financeira do país ao investidor doméstico de *portfolio*, assunto do capítulo 3, completa esse quadro, ao internalizar a tendência internacional de crescimento dos fundos de investimento e introduzir as mais recentes práticas de gestão de carteiras. Em 1986, predominava a administração interna à instituição que captava os recursos, com equipes próprias e exclusivas de análise de investimento. Em 1997, observa-se a generalização da segmentação do processo de administração, com terceirização e parcerias, tanto no processo de estratégia e gestão, quanto no trabalho de análise de investimento.

2.3. Fundos de Pensão

Entende-se por fundos de pensão, os fundos constituídos com o objetivo de proporcionar a seus participantes aposentadoria plena ou complementar e outros benefícios previdenciários. Existem várias modalidades de fundos de pensão, diferenciando-se, por exemplo, por tipo de plano, se capitalização individual²⁰ ou repartição, pela existência ou não de entidades mantenedoras, ou ainda, se é fechado ou aberto ao público em geral.

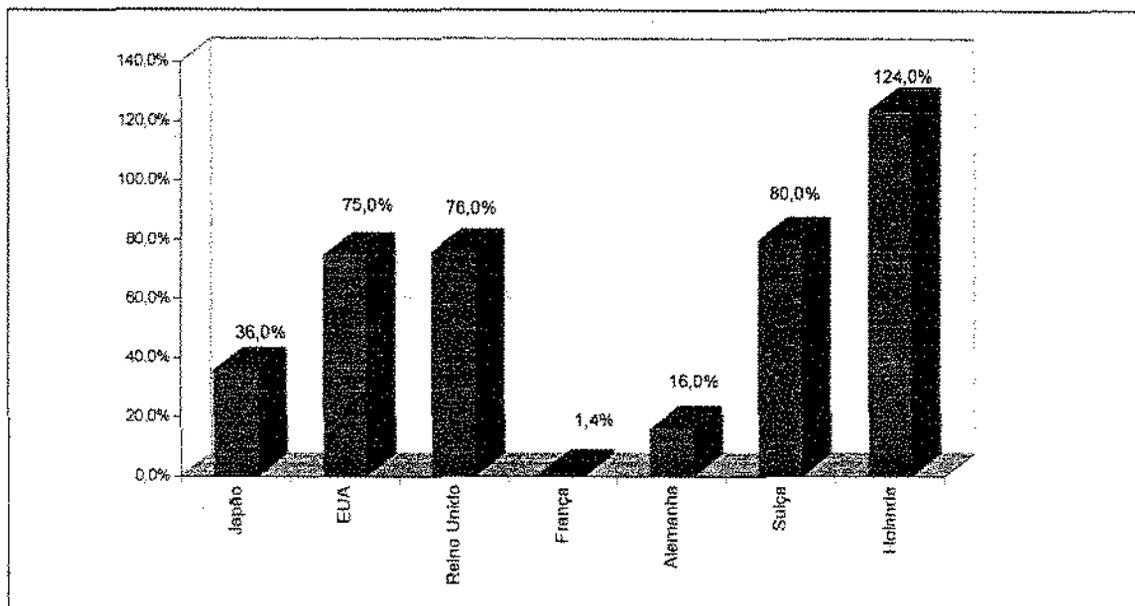
Verifica-se a nível internacional diferenças consideráveis quanto à importância desses fundos na economia, conforme a orientação histórica de cada país e quanto à presença

²⁰ No Regime de Capitalização Individual, cada afiliado possui uma conta individual que cresce pelos novos aportes e pela valorização do patrimônio acumulado. O valor da aposentadoria depende, então, do montante aportado, da valorização do mesmo e do plano atuarial. No regime de repartição, as contribuições das pessoas ativas são aplicadas no pagamento dos aposentados. Em caso de superávit, pode ser formado fundo para cobertura de futuros déficits.

do Estado como provedor da previdência. No Brasil, a tendência geral é de crescimento, em função da orientação privatizante que se verifica nas discussões acerca de soluções para os déficits presentes ou futuros das contas previdenciárias públicas.

Gráfico 2.2.

Ativos dos Fundos de Pensão como Percentual do PIB (1993)



Fonte: Dresdner Bank

Nos Estados Unidos, a previdência complementar surgiu ainda no século XIX, com o fundo da empresa ferroviária American Express, mas assumiu papel de relevo na segunda metade do século XX. Em 1974, as regras desses fundos foram padronizadas pelo *Employees Retirement Income Security Act* (ERISA), acrescentando-se a modalidade *Individual Retirement Account* (IRA), correspondente a planos de aposentadoria individual para trabalhadores sem planos empresariais, administrados por bancos comerciais e instituições financeiras não bancárias. O valor consolidado do patrimônio desses fundos chegava em meados de 1997 ao patamar dos US\$ 6 trilhões, atingindo metade da força de trabalho norte-americana²¹.

Existe uma grande variedade de planos de previdência no mercado norte-americano, podendo-se classificar os mesmos entre os que são de benefício definido e aqueles de

²¹ A previdência norte-americana é chamada de modelo tripé: *Social Security* (pública) + Fundos de pensão pagos pelos empregadores + Contribuições voluntárias individuais a fundos de pensão.

contribuição definida. Entre estes últimos cresceram muito os planos 401(k), nome referenciado ao código tributário, que oferece isenções e flexibilidade no recebimento dos benefícios²².

Não existe regulamentação para a composição das carteiras desses fundos, exceção feita à limitação em até 10% do patrimônio para os empréstimos a empresas patrocinadoras. A aplicação em ativos estrangeiros também é livre. Na média os fundos de pensão americanos costumam aplicar 50% dos recursos em ações (Bovespa,1977). O tratamento fiscal é privilegiado, sendo as contribuições do empregado e empregador dedutíveis do Imposto de Renda e os rendimentos dos fundos isentos.

Em outros países, também se verifica tratamento fiscal privilegiado, mas ocorrem com mais frequência a imposição de limites a aplicação em renda variável, imóveis e ativos estrangeiros.

No período estudado nesta tese, na maioria dos países desenvolvidos predominou a previdência pública em regime de repartição simples, assumindo a previdência privada em regime de capitalização caráter complementar. De acordo com estudos do FMI, citados em Leone (1997), os sistemas públicos desses países podem se manter solventes por muito tempo, desde que sejam tomadas medidas como pequeno aumento da contribuição, aumento da idade para aposentadoria, eliminação de tetos de contribuição, indexação dos benefícios a indicadores de desempenho econômico, entre outras. A transição para regimes de capitalização seria muito dispendiosa nos próximos 50 anos, muito mais cara do que a reforma dos atuais sistemas.

Nos Estados Unidos, estima-se que a previdência pública ficará deficitária a partir do ano 2015, podendo ser coberta pelo fundo de reserva acumulado até 2029 (Feldstein,1997). O debate que se inicia é entre a promoção de ajustes na previdência pública, como por exemplo aumentar os 12,6% recolhidos sobre a folha de pagamento ou o começo da transição de toda a previdência para o regime de capitalização, administrado pelo setor privado.

Os defensores da privatização em regime de capitalização, como Becker²³, Feldstein (1997) e Barbosa e Mondino (1995), alinham razões teóricas e financeiras para essa

²² Sobre a história dos fundos de pensão norte-americanos, consultar Relatório da GZM(1995)

opção como: 1) o envelhecimento previsto da população e o menor crescimento do emprego farão com que a transferência de renda entre gerações, base do regime de repartição, torne-se progressivamente onerosa para as futuras gerações; 2) o regime de capitalização faz aumentar a poupança nacional; 3) este regime faz desenvolver o mercado de capitais doméstico, diminuindo a volatilidade e a dependência de capitais especulativos; 4) o valor da contribuição em folha pode ser consideravelmente reduzido no regime de capitalização, garantindo o mesmo benefício; e 5) a previdência pública sofre ingerências políticas.

Já os defensores da manutenção do regime público de repartição, como Leone (1997) e Lo Vuolo (1996) e Tobin²⁴ consideram que: 1) a administração privada é em geral mais cara do que a pública; 2) existem muitos riscos no mercado financeiro, sendo que quebras de administradoras podem acontecer no futuro, obrigando o governo a bancar o rombo; 3) o problema não é o crescimento dos idosos, mas sim o crescimento dos jovens excluídos; 4) os sistemas públicos de repartição são mais sociais e democráticos, podendo reparar as desigualdades sociais; e 5) a transição, feita com justiça, é muito cara.

Esse debate nos países desenvolvidos é acirrado e equilibrado, sendo que a tendência é que permaneça existindo a previdência pública com ajustes, com o crescimento paralelo da previdência privada em regime de capitalização, principalmente para complementação da aposentadoria das camadas mais ricas da população.

Nos países em desenvolvimento, contudo, com previdências públicas deficitárias, baixa taxa de poupança interna e dependência dos capitais externos, as pressões externas e internas para a privatização são muito intensas, sempre colocando o exemplo chileno como caso exitoso. Lo Vuolo (1996) chama o conjunto de análises e recomendações a favor da privatização nesses países como a “Nova Ortodoxia Previdenciária (NOP)”, explicitamente colocada nos relatórios mais recentes do Banco Mundial. A NOP sustenta que o sistema tradicional é economicamente insuficiente e socialmente injusto, devendo ser extinto ou reduzido ao mínimo.

²³ Gary Becker, prof. da Universidade de Chicago, prêmio Nobel de Economia em 1992, declarações em entrevista publicada na Rev.Bovespa de dez/96.

²⁴ James Tobin, em declarações feitas em entrevista na Rev.Bovespa, abr/97. O autor afirma que “aqueles que têm condições de manejar suas poupanças de modo a garantir sua aposentadoria não querem fazer parte do sistema (público) e surge a argumentação de que a melhor saída é privatizar”.

Nos países da América Latina estariam sendo desenvolvidas as mais relevantes experiências nesse sentido. O Chile, durante a ditadura de Pinochet, foi o primeiro país a voltar-se totalmente para a previdência privada, promovendo, através do DL 3500 de 1980, uma rápida transição da aposentadoria pública em regime de repartição para o sistema de capitalização individual, administrado pelas Associações de Fundos de Pensão (AFP), entidades privadas²⁵.

As AFPs são pessoas jurídicas de capital aberto listadas em bolsa, sendo supervisionadas pelo Estado através da Superintendência das AFPs. Em 1995, havia 18 AFPs, sendo que a maior delas - Provida - administrava 20% dos planos. O contribuinte pode mudar de administradora, sem nenhuma penalidade, a cada três meses, o que acirra a concorrência entre as entidades (Bovespa, 1977).

Como destaca Barbosa e Mondino (1995), a transição chilena foi financiada por uma combinação de esforço fiscal (superávits primários prévios) e uma parcela menor de emissão de dívida. Os contribuintes do velho sistema deveriam reclamar contra o governo para receber vales -chamados de IOUs- comprovantes da dívida governamental junto ao contribuinte.

No processo, foi extinta a contribuição patronal, devendo o empregado recolher 20% sobre o salário, sendo 10% para a aposentadoria, 7% para a saúde e 3% para administração e seguros. Quem aderiu ao novo sistema recebeu um aumento de 17% no salário para compensar o aumento do recolhimento em folha.

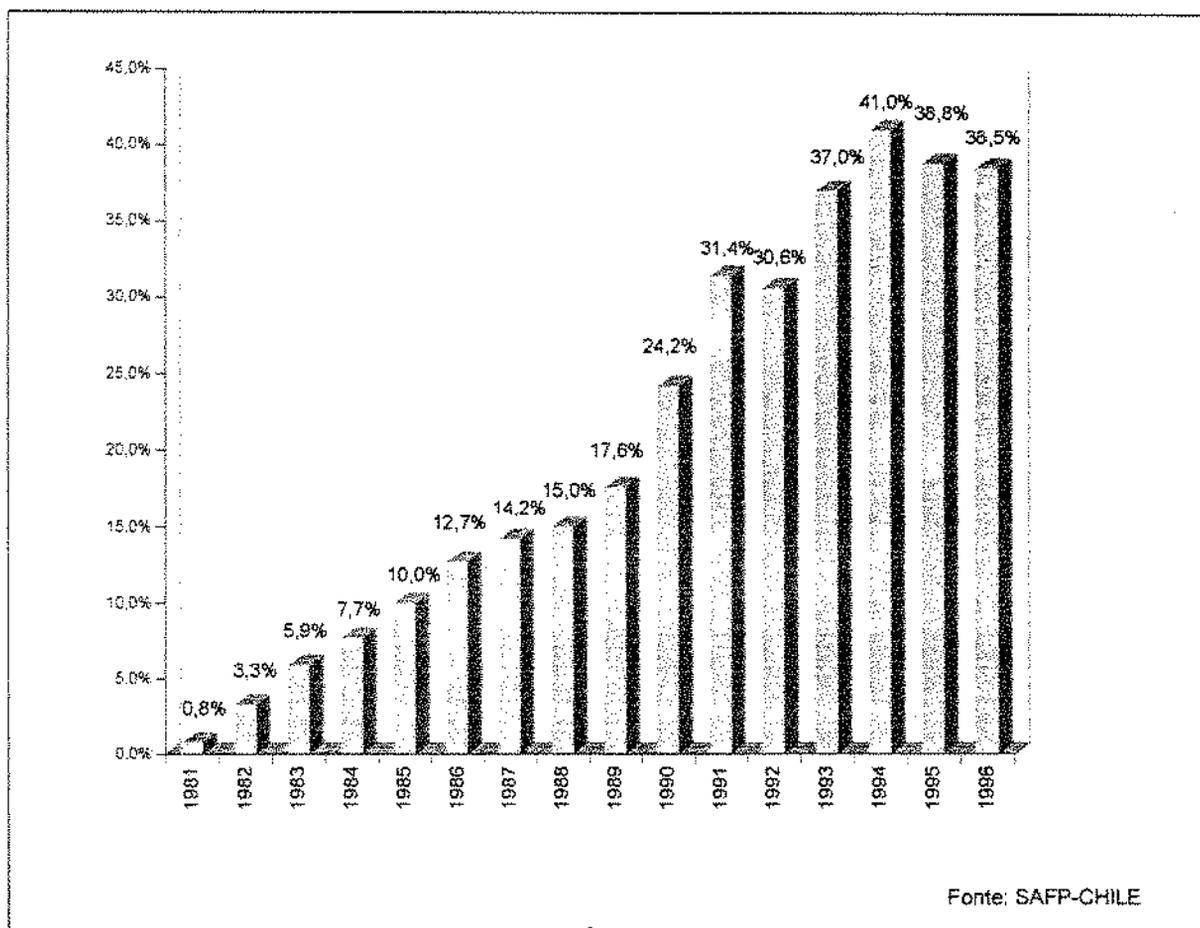
Ao final de 1982, 75% dos afiliados chilenos já pertenciam ao novo sistema, passando essa participação para 95% ao final de 1996²⁶. A progressiva afiliação ao novo sistema e o aumento da renda real dos contribuintes, aliados à normal baixa retirada de um sistema novo, fizeram com que o patrimônio consolidado dos fundos de pensão crescesse substancialmente como percentual do PIB, atingindo US\$ 27 bilhões em 1996.

²⁵ Segundo o economista Lester Thurow, do MIT, o modelo de previdência privado chileno é copiado do de Cingapura. Consultar Rev.Bovespa, fev/97.

²⁶ Para maiores detalhes sobre a evolução da previdência privada chilena, consultar o trabalho de Bustamante (1997) e Iglesias (1996).

Gráfico 2.3.

Evolução dos Fundos de Pensão Chilenos 1981-96 - Como percentual do PIB



No início da implantação do novo sistema, o total do patrimônio dos fundos de pensão estava aplicado em instrumentos de renda fixa, públicos²⁷ ou emitidos por instituições financeiras. Na época, ocorreu uma séria crise bancária no país, que obrigou as autoridades financeiras a promoverem medidas de urgência e uma reestruturação geral do sistema financeiro.

Em 1985, foi autorizado que os fundos de pensão chilenos participassem da privatização. A partir de 1986, os títulos de instituições financeiras começaram a perder participação em favor dos títulos emitidos por empresas, notadamente ações. Em 1993, os investimentos no exterior passaram também a fazer parte do patrimônio dos fundos. Assim, ao final de 1996, 42% do patrimônio dos fundos estavam em títulos públicos,

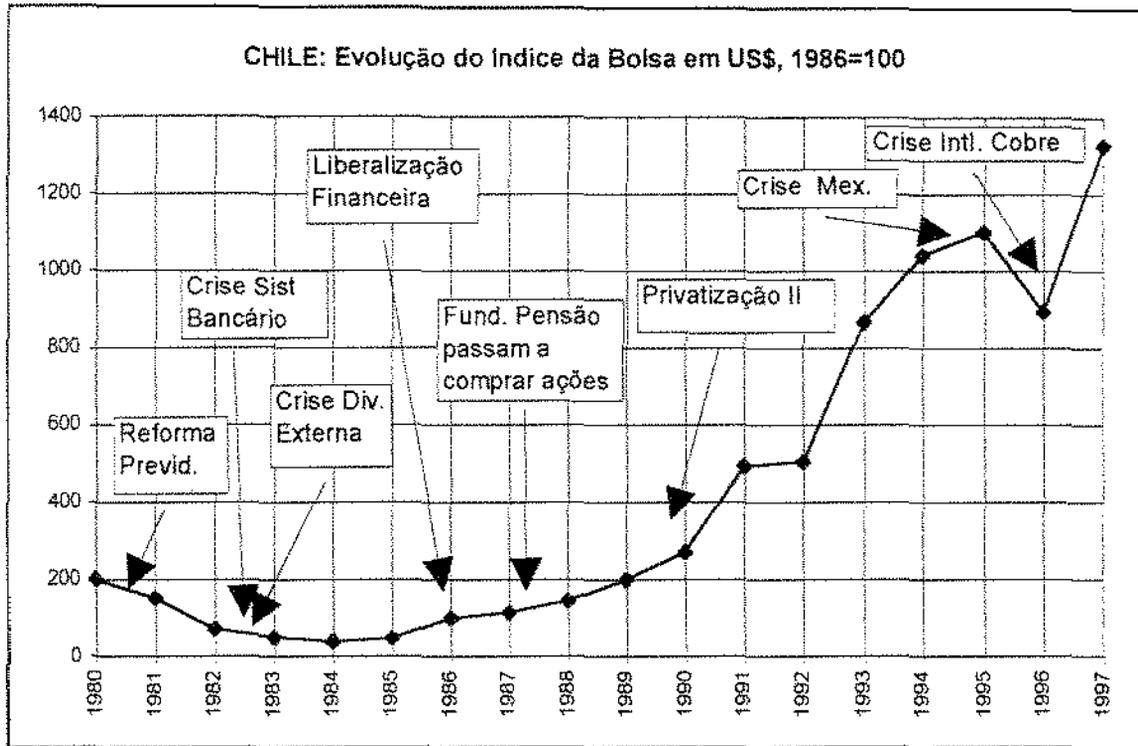
²⁷ Parte desses títulos foram emitidos para cobrir os compromissos do velho sistema.

seguidos pelos 26% investidos em ações, sendo que os fundos se tornaram importantes acionistas das principais empresas elétricas e de telecomunicações.

O mercado de capitais chileno apresentou considerável crescimento, estimulado pelo aumento do patrimônio dos fundos de pensão. O volume transacionado no mercado de ações cresceu a uma taxa média anual de 28,5% no período 1980-96, o mesmo índice também apresentado no segmento de renda fixa. Acelerou-se o desenvolvimento de novas instituições e instrumentos financeiros, como as sociedades imobiliárias, os fundos de inversão fechados, os fundos de desenvolvimento de empresas, a bolsa de valores eletrônica, a classificação de risco e as operações com derivativos para *hedge*. Paralelamente, ocorreu o aperfeiçoamento da regulação do mercado de capitais, sendo que este, antes dominado pelos bancos, ganhou maior estabilidade.

A rentabilidade média das AFPs foi da ordem de 12,6% a.a. até 1995, estimuladas pela rentabilidade do mercado acionário do período. A partir desse ano, a rentabilidade começou a declinar, refletindo suavemente os efeitos da crise mexicana e a elevação das taxas de juros. Em 1996, verificou-se queda de 5% na mesma rentabilidade em razão da queda da bolsa chilena, afetada pela crise do cobre. A rentabilidade alta dos anos iniciais, usada intensivamente como propaganda, de fato não podia ser sustentada no longo prazo, estimando-se retornos médios da ordem de 5% a.a. (GZM, 1995b)

Gráfico 2.4.



Fonte dos Dados: Unibanco (1997) e Bovespa (1997) 1997-até setembro

Parte dos novos investimentos realizados no país por empresas de médio e grande porte foram financiados através do mercado de capitais em detrimento da captação de empréstimos bancários. O número de empresas listadas em bolsa cresceu de 215 em 1985 para 281 em 1994; sendo que no mesmo período o número de emissores de renda fixa cresceu de 40 para 96 (Iglesias, 1996).

A taxa de poupança bruta do Chile foi crescente com a consolidação da previdência privada, reforma tributária e demais reformas de ajuste do setor público, atingindo patamar superior a 25% do PIB. No Brasil e na Argentina as taxas de poupança bruta se situam na casa dos 20% e no México em torno dos 17%.

Entre os problemas detectados na experiência chilena estão o alto custo da transição, que teria sido de 8,5% do PIB e estaria em torno de 4% em 1995, conforme dados da Cepal (GZM,1995b), cobertura deficiente dos trabalhadores autônomos e desempregados, alto custo administrativo, persistente tendência de oligopolização das AFPs., dirigidas por ex-ministros, grupos empresariais, bancos e seguradoras chilenos e estrangeiros.

Outro problema relevante no processo de transição no Chile foi a possibilidade deixada pela legislação de que as empresas empregadoras não repassassem imediatamente a contribuição dos trabalhadores, tomando emprestado esses recursos à taxa de rentabilidade da respectiva AFP. Em 1995, o represamento desses recursos seria de US\$ 250 milhões, obrigando as AFPs a entrarem na justiça contra as empresas.

A Argentina por seu lado, teve um passado marcado pela previdência pública abrangente. Já na década de 50, toda a população economicamente ativa estava coberta por essa previdência. Em 1980, o regime militar de então eliminou a contribuição empresarial, sendo o déficit coberto pelo imposto IVA. Em 1983, já no governo democrático de Alfonsín, foi reintroduzida a contribuição patronal, para reduzir os crescentes déficits do sistema. O quadro foi piorando com o desemprego, o emprego informal e a hiperinflação.

Em 1991, tendo o novo Governo Menem maioria política, começa o período de negociações para reforma da previdência. Depois de difíceis negociações foi aprovada em out/1993 a “Ley Nacional del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones” que implantou dois sistemas paralelos, à escolha dos contribuintes: sistema público de repartição e sistema privado de capitalização, semelhante ao chileno. Os déficits do primeiro seriam cobertos com impostos. No sistema privado, os assalariados contribuem com 11% dos rendimentos e seus empregadores com mais 16%, sendo que os autônomos contribuem com 27% do salário de referência.

De acordo com La Vuolo (1996) essa reforma com dois sistemas e mais alguns desvios resultou de fato em um modelo deformado, mostrando os limites da “Nova Ortodoxia” quando defrontada com a realidade.

Encerrada a fase de escolha entre os sistemas argentinos, metade dos contribuintes escolheu o sistema público, sendo que entre estes 90% eram pessoas com mais de 45 anos, para quem o sistema público oferecia melhores condições. O patrimônio dos novos fundos atingiu US\$ 5 bilhões ao final de 1996, sendo que 48% estavam aplicados em títulos públicos, seguidos por 18% em ações²⁸. Havia 21 administradoras, sendo que 5 delas concentravam 70% desse patrimônio (Bovespa, 1997).

²⁸Sobre a transição do regime previdenciário na Argentina, consultar o documento “Presentación del Superintendente de Administradoras de Fondos de Jubilaciones e Pensiones” apresentado no seminário anteriormente referido e o estudo de La Vuolo (1996).

Como o processo ainda está em fase inicial, os reflexos no mercado de capitais ainda não podem ser devidamente avaliados, já que o início da implantação coincidiu com a “Crise do México de 1994”, que exigiu da Argentina um severo ajuste recessivo em 1995, atingindo o mercado de trabalho e o mercado de capitais.

No caso brasileiro, verificou-se o crescimento da previdência complementar sem que houvesse uma reforma da previdência pública²⁹, como nos Estados Unidos. Embora houvesse experiências anteriores com montepios privados, o grande desenvolvimento dos fundos de pensão data da Lei nº. 6435/77, que definiu as modalidades de fundos de pensão fechados e abertos.

Os primeiros - as Entidades Fechadas de Previdência Privadas (EFPP)- consistem em fundos montados por empresas mantenedoras ou patrocinadoras, que contribuem na formação do patrimônio em benefício dos seus empregados. Já os segundos são fundos lançados para a participação voluntária do público em geral³⁰, normalmente sem a existência de empresas patrocinadoras. Em 1997, foi aprovado o FAPI - Fundo de Aposentadoria Programa Individual, inspirado no IRA norte-americano, que dadas as vantagens fiscais deverá competir com os fundos abertos.

Desde sua institucionalização, os fundos de pensão apresentaram considerável crescimento na modalidade dos fundos fechados, cujo controle é de responsabilidade da Secretaria de Previdência Complementar do Ministério da Previdência e Assistência Social, atingindo o patrimônio de US\$ 82 bilhões em jul/97. Já os fundos abertos, regulamentados pela Superintendência de Seguros Privados do Ministério da Fazenda, atingiram o patrimônio de US\$ 5 bilhões na mesma época. As duas modalidades de fundos juntas apresentaram um patrimônio equivalente a 11% do PIB.

Trata-se da aposentadoria complementar a uma população ainda restrita. No caso dos fundos fechados, estão beneficiados 2,1 milhões de participantes, o que incluindo

²⁹ A aposentadoria pública no Brasil foi unificada em 1966 e progressivamente universalizada até ter suas regras consolidadas na constituição de 1988. O financiamento é feito com as contribuições dos ativos, mais receitas de investimentos e transferências governamentais, no caso de déficits. Está no Congresso Nacional, para ser aprovado no início de 1998, um projeto de reforma da previdência pública que aumenta a idade para a aposentadoria, elimina futuros benefícios por tempo de serviço e extingue algumas aposentadorias especiais.

³⁰Sobre a instituição e desenvolvimento dos fundos de pensão no Brasil, consultar Matijascic (1994).

aposentados e dependentes compreende a massa abrangida de 7 milhões de pessoas, num país de mais de 150 milhões de habitantes

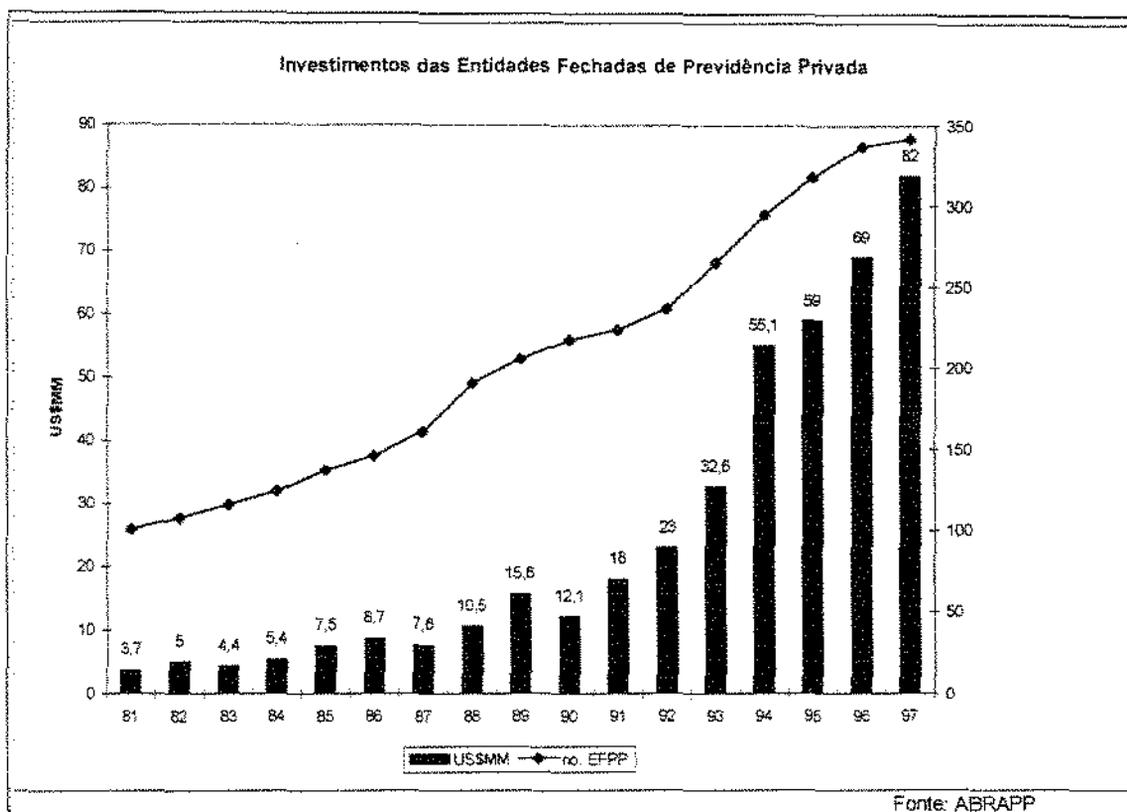
Os fundos de pensão se beneficiaram da imunidade tributária garantida de Constituição de 1988, sendo que todas as contribuições feitas aos mesmos pelos empregadores são dedutíveis do IR, não há tributação sobre rendimentos e ganhos de capital auferidos pelos fundos e as contribuições dos participantes podem ser inteiramente abatidas no cálculo da renda tributável. Ocorreram tentativas por parte do governo de introduzir tributação, mas o setor fez pressões vencedoras junto ao Congresso para rejeitar tais propostas.³¹

A existência de dois órgãos reguladores é ineficiente e tende a ser extinta. O projeto de lei complementar para regulamentar o artigo nº. 192 da Constituição de 1988, já comentado, prevê a fusão dos órgãos reguladores em uma nova entidade, a SUPREV.

A seguir serão analisados alguns aspectos dos fundos de pensão fechados, uma vez que esta modalidade de fundo de pensão foi preponderante no período estudado.

³¹ Dentro das medidas de ajuste fiscal de 1997, o governo propôs novamente, através da MP 1.602, a introdução da tributação no setor, a vigorar a partir de 1998.

Gráfico 2.5.



Embora a maior parte dos fundos fechados tenha sido constituída por empresas do setor privado, 232 num total de 342 até jul/97, em termos de patrimônio ou massa abrangida as empresas ou instituições públicas lideram (ver tabela 2.6.), com participação de 78% e 56% respectivamente (SPC, 1997). As razões disso são a até então relevante presença do Estado na economia, as contribuições relativamente maiores feitas pelas patrocinadoras estatais e o fato das estatais terem sido as pioneiras neste tipo de benefício.

Tabela 2.6.

Classificação das 10 maiores EFPP, por patrimônio e por massa abrangida- jul/97

Classificação	Patrimônio		Massa Abrangida	
	Entidade	US\$ bilhões	Entidade	mil beneficiados
1º	Previ BB	21	Previ-BB	398
2º	Funcef	6	Petros	343
3º	Petros	5	Sistel	335
4º	Sistel	4	Postalís	326
5º	Fund.Cesp	4	CCF	244
6º	Centrus	4	Funcef	214
7º	Valia -Vale	2	Capesesp	157
8º	Aerus - Varig	1	Fund.Cesp	150
9º	Itaubanco	1	Volkswagen	139
10º	Forluz	1	Refer	132
Acumulado do	1º. ao 10º.	49	1o. ao 10o.	2.439

Fonte: SPC(1997)

Isto significa que, ao lado de promover a regulamentação, o setor público tem um forte poder de interferência no comportamento dos fundos, uma vez que as administrações são nomeadas pelas patrocinadoras, tendo os beneficiados pouca representatividade.

Os fundos de pensão fechados devem seguir as regras de enquadramento de seu patrimônio definidas pela Secretaria de Previdência Complementar em conjunto com o Conselho Monetário Nacional. As regras foram sendo flexibilizadas, sendo retirados os limites inferiores, estando em vigor o disposto pela Resolução do CMN nº. 2324/96. Respeitados os limites superiores, os administradores trabalham de acordo com as técnicas gerais de administração de carteiras. A distribuição do patrimônio dos fundos de pensão fechados, por tipo de aplicação pode ser visto na tabela a seguir.

Tabela 2.7.

Fundos de Pensão Fechados: Patrimônio Consolidado, por Tipo de Aplicação - Em %

Aplicação	Dez/91	Dez/92	Dez/93	Dez/94	Dez/95	Dez/96	Out/97	LS *
Ações/FundosRV	28,7	26,3	34,8	39,1	29,5	33,5	34,9	50
Imóveis	19,3	20,3	16,0	14,4	14,9	12,9	10,8	30**
Dep.Prazo	12,6	15,9	14,5	11,5	14,6	9,6	7,1	80***
Fundos R.Fixa	1,5	4,2	9,8	12,4	11,9	16,8	23,5	80***
Empréstimos	1,0	1,4	1,1	1,9	1,9	2,2	1,9	3
Fin.Imobiliár.	3,6	4,1	3,1	4,6	5,8	5,1	4,7	7
Debêntures	5,7	4,1	2,5	1,9	5,2	4,8	4,0	80***
Tít.Publ.Fed.	7,4	6,5	4,0	3,8	4,4	5,7	4,2	100
Outros	11,3	5,2	6,4	2,6	2,5	2,4	2,1	-
Oper.c/Patrocin.	8,8	11,8	7,8	7,8	9,4	6,9	6,9	10
total %	100	100	100	100	100	100	100	-
Total US\$ bilhões	18,0	23,0	32,6	55,1	59,0	69,0	75,9	-

Fonte: Abrapp LS*: Limite Superior **Imóveis 20% e Fundos Imobiliários 10% *** Limite para Total de R.Fixa

A observação da tabela permite concluir que os fundos têm sido grandes compradores de ações, detendo um patrimônio de US\$ 32 bilhões em jul/97, ou seja 10% do valor de mercado do total das companhias listadas em bolsa do país. Este tem sido um fator de estabilidade para o mercado acionário doméstico, compensando a maior volatilidade dos investidores estrangeiros em ações.

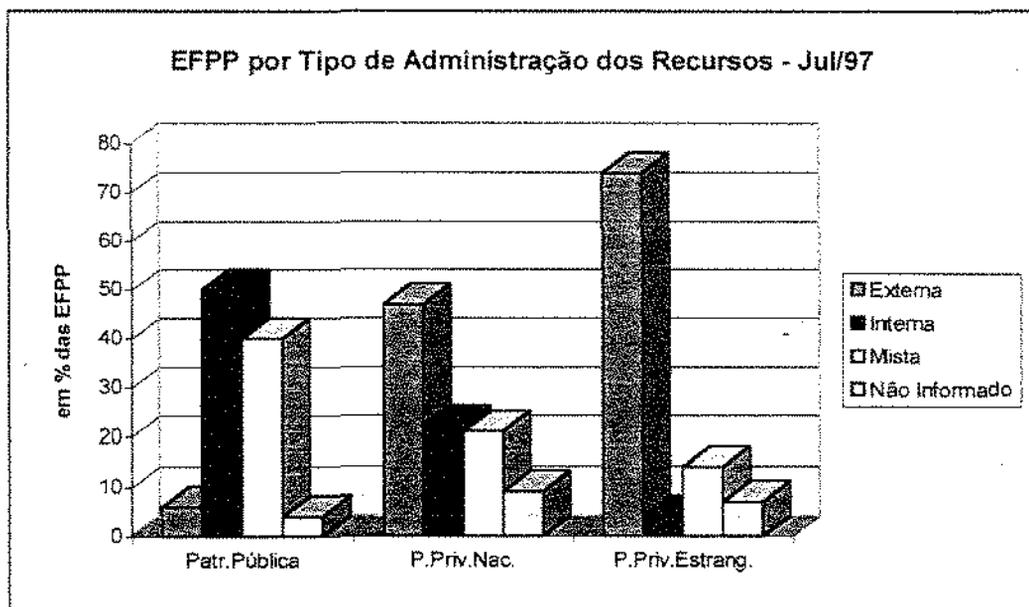
Os fundos de pensão adquiriram importantes lotes de ações colocados a venda no processo de privatização, sendo responsáveis pela aquisição de 13% das vendas realizadas até set/97, assunto que será melhor discutido no capítulo 5. Adicionalmente compraram, em consórcio, empresas privadas com dificuldades financeiras como o Grupo Perdigão e o Grupo Paranapanema. Isso gerou debates sobre o papel dos fundos na direção desses grupos, que desviou-se de seu objetivo maior que é administração do patrimônio e dos benefícios a serem concedidos. Em agosto de 1997, o Conselho Nacional de Desestatização, anunciou o limite de 25% de participação dos fundos de

pensão patrocinados por empresas privadas ou públicas nos leilões de privatização das estatais federais.³²

Outro destaque é a sua participação no mercado imobiliário, relevante embora decrescente. Os fundos compraram quotas de *shopping centers* e de edifícios comerciais, incluindo prédios das patrocinadoras, que passaram a pagar aluguel ao fundo pelo uso do imóvel. Um movimento importante foi a progressiva aplicação desses fundos em quotas de fundos de investimentos administrados por instituições financeiras diversas, caracterizando-se a terceirização parcial da administração, que também se verifica na passagem de parte do patrimônio para a administração externa.

Como pode ser observado no gráfico 2.6., a administração externa é uma prática utilizada principalmente pelas patrocinadoras estrangeiras, para aumentar a rentabilidade e diminuir irregularidades, havendo maior resistência ao processo nos fundos das empresas estatais.

Gráfico 2.6.



Fonte: SPC (1997)

³²Como destacou Matijascic (1994), “os fundos de pensão agem de maneira a respeitar as condições de valorização do capital inerentes ao espaço econômico nacional”. No período estudado, a melhor maneira de valorizar o capital, foi comprar os ativos de privatização e algumas empresas nacionais já constituídas, em detrimento de investimento em “empresas emergentes”, investimentos em infraestrutura ou outros tipos de novos investimentos produtivos.

Os líderes da administração terceirizada de fundos de pensão são o Bradesco, Itau, Unibanco, CCF e Citibank. O Bradesco lidera na modalidade de fundos abertos administrando o maior fundo de previdência privada ao público. A entrada de novos bancos estrangeiros no mercado doméstico deverá aumentar a concorrência entre os administradores. Exemplo disso é o banco espanhol Santander, que entrou no país comprando os controles do Banco Geral do Comércio e do Banco Noroeste. O referido Banco administra 22% do patrimônio da recente previdência complementar espanhola, tendo anunciado estratégia de expansão dessa atividade no Brasil³³.

Tabela 2.8.

Principais Administradoras de Fundos de Pensão e Seguradoras - Set/97, US\$ milhões

Instituição Administradora	EFP-Privadas	EFP-Públicas	EAPP	Seguradoras	TOTAL
Bradesco	287	0	2949	981	4219
Itau	1892	258	117	1507	3773
Unibanco	2319	94	420	388	3220
CCF	1747	78	0	12	1838
Citibank	1208	62	0	15	1275
Bozano Simonsen	279	150	1	84	514
HSBC Bamerindus	1	0	0	490	491
B. Brasil	22	5	365	64	456
Banespa	0	391	0	0	391
Bandeirantes	211	0	13	77	301
TOTAL ADMINISTRADO	8396	1193	3873	3646	17109

Fonte: Rev. Andid-FI set/97

No período estudado, foram os fundos patrocinados por empresas públicas os que mais se envolveram em irregularidades e má gestão dos recursos, por conta das ingerências políticas, pressões do Executivo e deficiências da fiscalização.

Em 1992, foi instalada uma Comissão Parlamentar de Inquérito com vistas a apurar denúncias em fundos de pensão das estatais e na Petrobrás, envolvendo autoridades. Os trabalhos, concluídos em 1993, “constatarem a existência de tráfico de influência de autoridades do Governo Collor nas decisões de investimento dos fundos de pensão, que feriam os princípios de autonomia administrativa e financeira dos fundos em relação às patrocinadoras” (Câmara dos Deputados, 1996-b). Foram observadas grandes irregularidades em negócios com imóveis e subscrição de títulos, aumento extraordinário

³³ Consultar jornal GZM de 2/set/1997.

de contribuição das estatais e inclusão irregular de contingentes de participantes. Houve falhas na fiscalização dos fundos, por desaparecimento humano e material da SPC. Os responsáveis não foram penalizados, pois os inquéritos foram arquivados.

Em 1995, foi instalada nova CPI, para levantar denúncias de irregularidades em fundos de pensão fechados e abertos, abrangendo tanto patrocinadoras públicas como privadas, e apresentar propostas para o aprimoramento da legislação que regula o sistema. Segundo levantamentos feitos no âmbito dos trabalhos, entre 1992-95, foram detectados uma série de irregularidades nos fundos de pensão, destacando-se os desenquadramentos em relação aos limites por tipo de ativo, retenção das contribuições dos participantes e irregularidades com aplicações em imóveis. As irregularidades mais graves foram verificadas nos fundos patrocinados por estatais, apurando-se nestes um déficit contábil da ordem de US\$ 6 bilhões e levando a CPI a recomendar que a Receita Federal fizesse uma sindicância nas contas de 21 fundos de pensão estatais.

Entre as propostas de alteração da regulamentação feitas na CPI de 1995 estavam a inclusão da portabilidade da participação do funcionário nos planos, a retirada da fiscalização pela própria patrocinadora e a criação de um fundo de solvência.³⁴

Depois dessa CPI, novos casos surgiram envolvendo a administração dos fundos das empresas estatais, particularmente os relacionados com a subscrição ou compra no mercado secundário de títulos públicos para precatórios judiciais³⁵, levando a instauração da “CPI dos Precatórios” no início de 1997.

Concluindo este item, observa-se que os fundos de pensão apresentaram considerável crescimento, com a liderança dos fundos de empresas estatais, que são os mais antigos e maiores, perfil este que tende a mudar lentamente com a privatização das empresas estatais e o crescente interesse pela aposentaria complementar decorrente da retirada de benefícios da previdência pública. Os fundos acumularam no período, patrimônio equivalente a 11% do PIB, sendo importantes compradores de valores mobiliários, incluindo os ativos da privatização.

³⁴ Sobre o assunto consultar Câmara dos Deputados (1996-b) e jornal JB de 14/jun/96 e 18/jun/96.

³⁵ Nessa CPI, alguns fundos de pensão estatais como a Funcef, a Previrb e a Serpros, foram apontados como integrantes das cadeias de compra de títulos públicos para precatórios judiciais. Consultar jornal GZM de 11/abr/97.

Os fundos de pensão conferiram sustentação ao mercado acionário, optando preferencialmente por ações de primeira e de segunda linha com boas perspectivas no curto e médio prazos, para não perder rentabilidade. Essas instituições não foram compradoras relevantes de novos projetos ou empresas emergentes, devendo-se isso à própria inexistência dos mesmos e ao desincentivo da regulamentação. No que se refere à regulamentação, verificou-se também a necessidade de promover alterações para aumentar a eficiência e transparência da administração desses recursos.

CAPÍTULO 3

ABERTURA AO INVESTIDOR ESTRANGEIRO

3.1. Globalização Financeira e “Países Emergentes”

Existem discussões acadêmicas sobre a precisão do conceito de “globalização financeira”, havendo certa desconfiança dado que a expressão tem sido recorrentemente usada como recurso de *marketing* institucional ou apologia de práticas neoliberais.

Autores como Goodhart (1995) ou Batista Jr.(1997) recusam o uso do conceito, considerando que o fenômeno de internacionalização do mercado de capitais já ocorreu no século XIX, tratando-se agora principalmente de um avanço expressivo dos recursos tecnológicos disponíveis. Batista Jr.(1997) afirma que a idéia de um “processo globalizante” paraliza iniciativas nacionais, atendendo aos interesses dos agentes que operam em escala internacional. O autor diferencia economia global de economia internacional, afirmando que é a última que existe no presente. Nesta, “as trocas internacionais são significativas e crescentes, mas predominam as atividades econômicas internas”. E, mesmo no terreno financeiro, a internacionalização não seria de fato ampla, embora presente tendência de expansão.

Já Touraine¹ rejeita o termo mais geral “globalização”, preferindo utilizar o conceito “modelos globais de desenvolvimento nacional”, num cenário internacional ao final do século XX com as seguintes características: 1) explosão da sociedade de informação; 2) crescimento do comércio internacional menos que proporcional ao crescimento da produção; 3) desenvolvimento do capitalismo financeiro, com a predominância deste sobre o capital industrial nos moldes da obra de Hilferding (1910); 4) explosão das economias emergentes e 5) hegemonia norte-americana. O capital financeiro internacional estaria cumprindo papel negativo “jogando seu jogo” completamente independente das economias nacionais.

Kregel (1996) utiliza o termo globalização financeira, apontando que esse processo têm levado à centralização do capital e ao crescimento da participação do capital financeiro especulativo. O autor destaca os aspectos doutrinários subjacentes a esse processo: Aberturas de mercado e afastamento do Estado do processo de formulação de políticas.

¹ Alain Touraine: Declarações feitas em entrevista publicada na Rev.Bovespa de set/97.

Furtado² também aceita o termo, afirmando que a globalização é fenômeno antes de tudo financeiro, embora também se manifeste no nível dos sistemas de produção, que estão se interligando. Para o autor, a tecnologia moderna aponta na direção da globalização, que tem consequências negativas muito marcantes, como a crescente instabilidade macroeconômica e a exclusão social.

Tavares (1997) também utiliza a expressão globalização financeira, destacando que o movimento de globalização tem um caráter de concorrência predatória e de especulação patrimonialista que “só pode ser contida e regulada por novas formas de renovação e reforço dos mecanismos de intervenção dos Estados Nacionais”.

Minsky (1994) não utiliza a expressão globalização financeira, mas uma semelhante, “integração financeira internacional”, destacando que “os *portfolios* dos bancos, de diversos intermediários financeiros e de indivíduos assumiram graus de diversificação internacional em extensão crescente”. As economias capitalistas financeiramente sofisticadas teriam dois níveis de preços - dos ativos de capital e dos ativos de produção -, um complexo de instituições financeiras e múltiplas ligações entre mercados financeiros, de trabalho e de produtos e os fluxos de renda. O autor aplica sua hipótese de instabilidade financeira aos problemas colocados contemporaneamente pela integração financeira internacional às políticas fiscal e monetária.

Scavo (1994) utiliza a expressão “neoeconomia eletrônica globalizada e globalizante” para descrever essa mesma integração financeira, destacando o papel do dinheiro eletrônico e dos derivativos como detonadores efetivos ou potenciais de crises financeiras, sendo que tal papel só começou a ser percebido pelos meios acadêmicos, organismos internacionais e *policy makers* no início dos anos 90.

Braga (1997) desenvolveu o conceito de financeirização global, que significa o novo padrão de riqueza capitalista contemporânea, presente e em expansão em um crescente número de países. O conceito engloba a noção de globalização financeira. Entre suas características básicas estão a securitização, a ampliação das funções financeiras no interior das corporações produtivas, a variabilidade interdependente das taxas de juros e de câmbio, a tendência à formação de conglomerados de serviços financeiros e a transnacionalização de bancos e empresas. A financeirização originária localiza-se historicamente nos Estados Unidos, a partir dos anos 70.

² Celso Furtado: Declarações feitas em entrevista ao Jornal do Economista-CRE/SP de ago/97.

No plano internacional, este padrão de riqueza se exercita concretamente no mercado de capitais

Da leitura dos autores anteriormente mencionados e dos frutos da pesquisa empírica realizada na presente tese, chegou-se à conclusão de que a expressão globalização financeira têm consistência conceitual e aceitação ampla nos meios especializados, sejam os próprios operadores de mercado, acadêmicos ou *policy makers*, podendo ser adotada. Como afirma Belluzzo (1997) “o uso generalizado desse conceito (...) deve ser compreendido como um indício de que mudanças relevantes vêm ocorrendo no mercado mundial, nas formas de organização empresarial, nas normas de competitividade, para não falar das transformações na órbita financeira e monetária, de longe as mais significativas”.

A globalização financeira está particularmente manifesta no segmento de mercado de capitais e mercado cambial, crescentemente interdependentes. Particularmente no primeiro mercado, objeto de estudo desta tese, as características gerais verificadas no processo são:

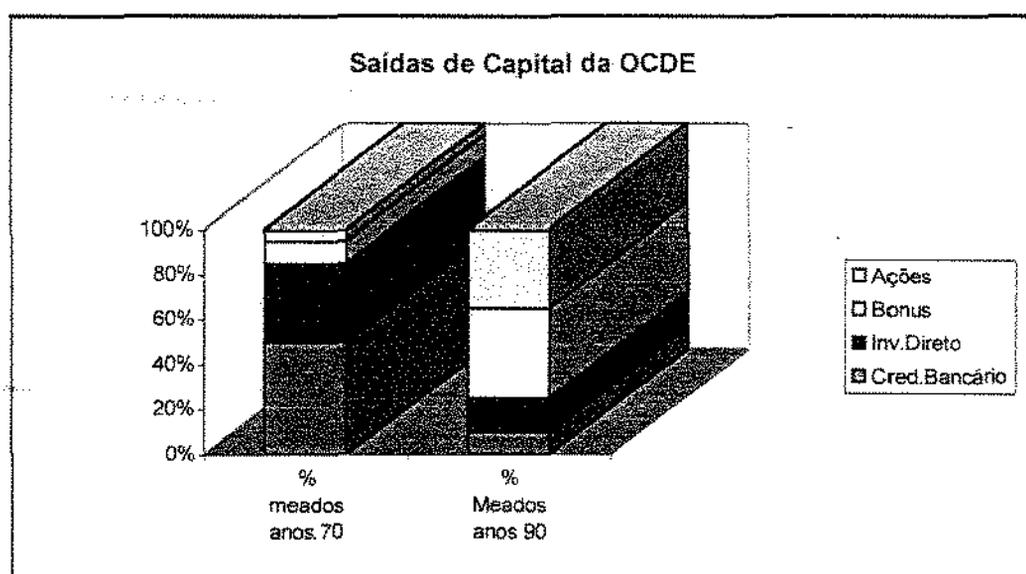
1. flexibilização das barreiras de entrada e saída de capitais para/do mercado doméstico e da regulamentação de mercado de capitais, devidamente acompanhada de flexibilização das respectivas operações cambiais;
2. crescente securitização de dívidas e de recebíveis, com variados prazos, denominadas em moedas alternativas;
3. aumento da volatilidade dos fluxos de capital e preços dos ativos³ e crescimento exponencial dos volumes negociados com instrumentos derivativos para fins de *hedge*, arbitragem ou especulação;
4. aumento da participação dos investidores institucionais estrangeiros nos mercados domésticos, com constituição de fundos globais, regionais e por países;
5. crescente especialização dos serviços financeiros, com o surgimento de administradores independentes, *clearings* independentes, custodiantes globais, empresas de *rating*, analistas *buy side* e *sell side* e ~~estrategistas~~ estrategistas diversos;

³ A constatação e análise da volatilidade em países em desenvolvimento podem ser encontradas em Kim & Singal (1993) e BID (1996).

6. padronização das práticas e demonstrativos contábeis e dos procedimentos para abertura de capital, lançamento de títulos e listagem em bolsa, de acordo com as exigências das principais praças financeiras;
7. informatização dos processos, com criação de modelos matemáticos sofisticados para a tomada de decisões, avaliação de riscos e formação de garantias;
8. execução de decisões de investimento em tempo real, nas principais praças financeiras do mundo;
9. desmaterialização dos títulos de dívida e certificados de propriedade;
10. concentração do capital financeiro, através de associações, fusões, aquisições e privatizações de instituições financeiras e não-financeiras, intra e inter praças financeiras, com aumento da competição entre os novos grupos formados para ganhar os mercados abertos ou integrados recentemente.

O gráfico 3.1. ilustra como o mercado de capitais - representado pelos bônus e ações - tornou-se mais representativo como forma de deslocamento de recursos dos países desenvolvidos, no período onde se acelera a globalização financeira.

Gráfico 3.1



Fonte: NYSE

Aglietta et al (1990), precursores do estudo do tema, desenvolveram uma periodização do processo da globalização financeira, indicando que a conexão dos países periféricos seria tardia, a saber: 1º) Tempo dos choques de petróleo, onde a reciclagem dos fluxos financeiros configurou o eixo Sul-Sul, intermediado pelos banqueiros do Norte; 2º) O tempo do “caos de 1979”, da elevação da taxa de juros, que reciclou excedentes japoneses e alemães para o financiamento do déficit americano, configurando o eixo Norte-Norte; e 3o.) O tempo do retorno dos países periféricos ao mercado financeiro internacional, configurando o eixo Norte-Sul/Leste.

Aceitando em princípio tal periodização, os países periféricos são excluídos do processo de globalização do 2º tempo, época das crises das dívidas externas. A partir da segunda metade dos anos 80, “países exitosos” no processo de ajustamento, como a Coreia do Sul, ou que se submeteram progressivamente a reformas de inspiração neoliberal, como o Chile, México e Argentina, tornaram-se atraentes para os fluxos de capital internacional⁴. Assim, os países em desenvolvimento ou periféricos passaram a ser chamados de “países ou mercados emergentes” pelo investidor internacional. Para este, o sentido básico da expressão corresponde a mercados pouco explorados, com altas taxas de retorno e maior risco, notadamente cambial⁵.

Esses investidores internacionais, principalmente os grandes fundos de investimento, vão ocupar o lugar que bancos comerciais desempenhavam nos anos 60/70, no que tange ao fornecimento de recursos externos para os países periféricos. E, assim como os bancos, vão procurar interferir na condução da política econômica desses países, forçando a privatização rápida e a abertura plena ao investidor estrangeiro. E, como destaca Belluzzo (1995) “a disciplina imposta pelos mercados financeiros, cujos movimentos de antecipação podem destruir a precária estabilidade, acaba inibindo toda e qualquer tentativa de executar políticas ativas, destinadas a promover o crescimento”.

⁴ Sobre a Coreia do Sul, consultar os trabalhos de Canuto (1991) e (1992). Para as reformas neoliberais na América Latina, consultar Baer & Maloney (1997) e Canuto (1994).

⁵ Na presente tese a expressão “país, economia ou mercado emergente” não será adotada como conceito. Aceita-se as considerações de Celso Furtado em entrevista ao OESP em 1997: “O Brasil é um país subdesenvolvido típico. Economia emergente é eufemismo, isso não é um conceito. O Brasil foi um país emergente desde os anos 30, no sentido de uma economia que estava crescendo intensamente, cerca de 6% ao ano. É um país industrializado e subdesenvolvido. Tem um setor industrial que está entre os dez maiores do mundo, mas os desequilíbrios sociais que o caracterizam são extremados. O subdesenvolvimento é um problema social, não é um problema econômico. O aumento da produtividade global, da renda per capita, é um objetivo estratégico, mas não pode excluir outros, ou seja, reduzir as desigualdades sociais.”

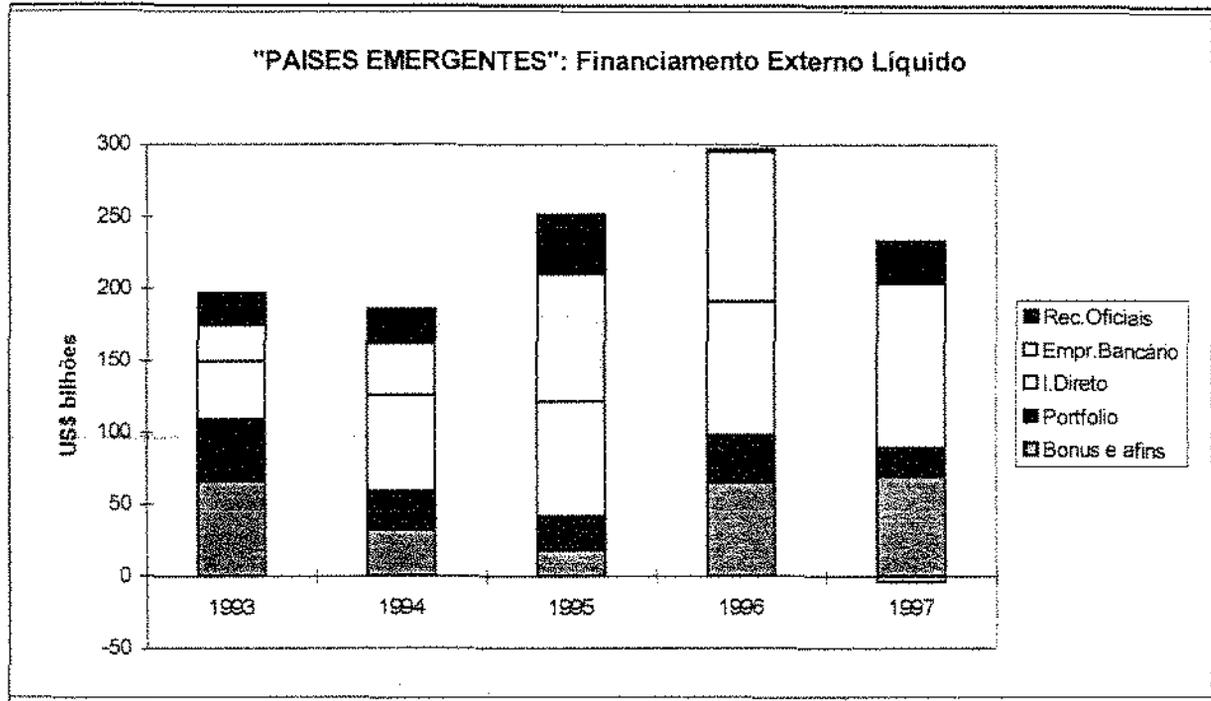
Os investidores globais monitoram permanentemente todos os mercados de renda fixa e variável, nos países desenvolvidos e periféricos, fazendo arbitragens de juros e câmbio e comparando preços dos ativos. Acabam fazendo *ranking* entre os “países emergentes”, obrigando-os, por vezes, a entrarem em duras concorrências para atrair ou manter o investimento estrangeiro de curto prazo.

De acordo com Akyuz (1992), entende-se por grau de abertura financeira “a facilidade com a qual residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e não residentes podem operar nos mercados financeiros domésticos, incluindo o acesso ao mercado por parte de bancos estrangeiros”. Ainda de acordo com o autor, três níveis de abertura podem ser distinguidos:

- 1) permissão para que residentes tomem empréstado no mercado internacional, por razões diversas das de comércio internacional;
- 2) permissão para que residentes transfiram capital e tenham ativos financeiros no exterior e não residentes façam o mesmo no mercado doméstico; e
- 3) permissão de relações de débito e crédito entre residentes denominadas em moedas estrangeiras.

A maior parte dos chamados “países emergentes” já atingiu o segundo nível de abertura e caminham para o terceiro nível, voluntariamente ou pressionada pela comunidade financeira internacional. Como pode ser observado no gráfico 3.2, o volume de recursos externos atraídos para esses países atingiu a média anual de US\$230 bilhões no período 1993-97.

Gráfico 3.2.



Fonte: Institute for International Finance (IIF) 1997-estimativa

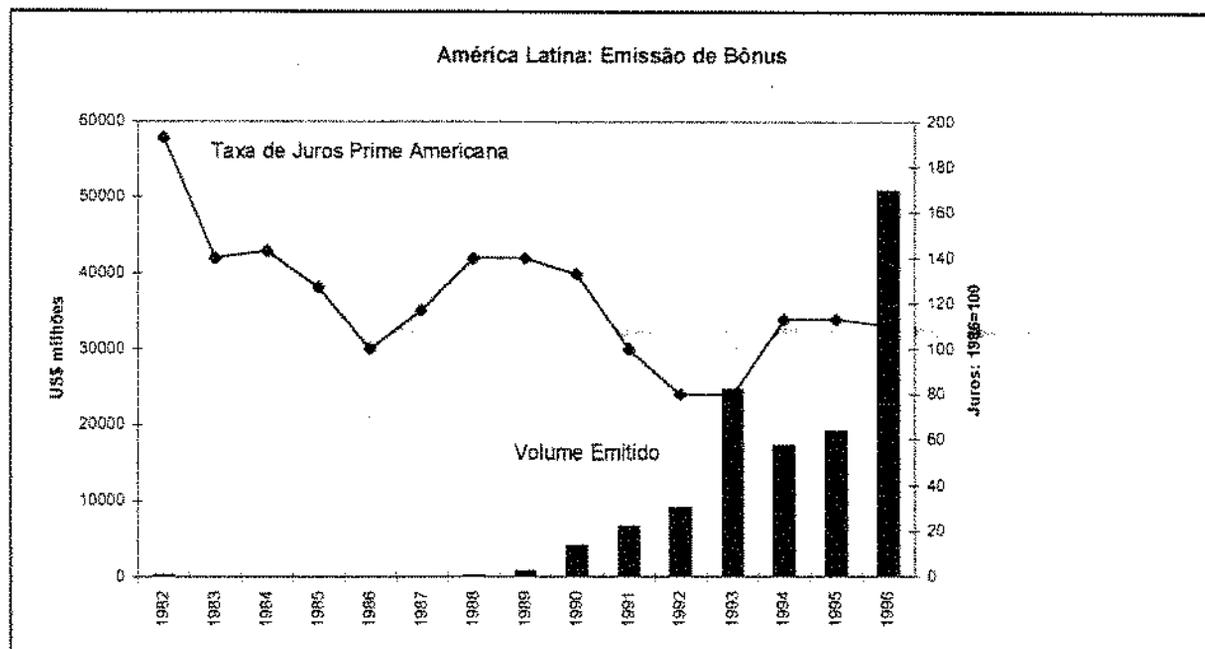
Calvo (1993) destacou que “a volta dos fluxos de capitais internacionais para a América Latina foi talvez a mais visível mudança econômica da região no início dos anos 90”. A média de entrada, que era da ordem de US\$ 8 bilhões/ano na segunda metade dos anos oitenta, atingiu os US\$ 40 bilhões em 1991, quando estavam concluídas ou em fase de conclusão as reestruturações das dívidas externas nos moldes do Plano Brady.

A reinserção dos países da América Latina como receptores dos fluxos financeiros internacionais deu-se principalmente através do lançamento de títulos de renda fixa no mercado internacional - nível 1 de abertura financeira no conceito de Akyuz (1992) -. Progressivamente, os mercados de capitais domésticos foram sendo abertos e passaram a atrair investidores de *portfolio*, ou seja, carteiras de renda fixa ou variável, com horizonte de curto prazo. Nesta modalidade, ocorreu volumosa repatriação de recursos⁶. Posteriormente, cresceu o

⁶ A repatriação de recursos, que saíram da América Latina nos anos 80, através do processo de reinserção da região nos fluxos financeiros internacionais nos anos 90 é consenso tanto entre operadores do mercado financeiro quanto em estudos acadêmicos, mas não existem estatísticas abrangentes e conclusivas sobre os volumes de saída e de retorno. Referências ao assunto estão em Calvo(1993), Baer (1996) e Kuczynski(1993). Este último autor estimou uma saída/fuga de capital do Brasil da ordem de US\$ 30 bilhões, nos anos 80.

investimento direto, impulsionado pelas privatizações e verificou-se também o crescimento de empréstimos bancários.

Gráfico 3.3.



Fontes: Morgan Stanley, in Unibanco (1993), Salomon Brothers, in Sobeet (1997)

Em 1994, a América Latina foi abalada pela crise macroeconômica e política mexicana⁷ que culminou com forte saída de capitais desse país e consequente desvalorização cambial em 20 de dezembro. A crise inibiu os aportes voluntários de capital do ano seguinte para toda a região, tendo o México superado a mesma com empréstimos americanos e de organismos financeiros internacionais e política recessiva. A Argentina também sofreu considerável saída de recursos, promovendo ajuste recessivo em 1995. Ffrench-Davis (1997) destacou que os efeitos da referida crise foram mais negativos “nos países que adotaram políticas permissivas ante elevados fluxos de capitais voláteis e permitiram maiores atrasos cambiais”.

A partir de 1996, os influxos de capital para a região voltaram a crescer, até o início do segundo semestre de 1997, quando os investidores internacionais “começaram a desconfiar das economias emergentes” (Brasilpar, 1997) em função do início da crise no sudeste asiático⁸.

⁷ Sobre a crise mexicana existe um farto material na imprensa especializada no período de dezembro/94 a junho/95 e diversos estudos posteriores. Consultar, por exemplo, Rev. Conjuntura Econômica de junho/95 pp 55-58, Frenkel (1995), Batista Jr. (1997-b), Ffrench-Davis e Griffith-Jones (1997) e Jornal do Economista Corecon-SP jun/97 pp 10-15.

⁸ Até o final da elaboração da presente tese a crise asiática encontrava-se em andamento, sendo farto o material conjuntural publicado na imprensa especializada a partir do segundo semestre de 1997. Trabalhos analíticos sobre o assunto ainda são poucos, destacando-se a análise de Paul Krugman, do MIT/USA, de que os mercados

Tabela 3.1.

Fluxos Financeiros Líquidos para os “Países Emergentes”: Total e Am.Latina - US\$ bilhões

	1994	1995	1996	1997e
FLUXOS PRIVADOS LÍQUIDOS	162	210	295	200
América Latina	61	36	92	90
FLUXOS OFICIAIS LÍQUIDOS	26	43	3	30
América Latina	7	26	-10	-7
FINANCIAMENTO EXT. LIQ.	188	253	298	230
América Latina	68	61	82	84
BALANÇO TRANS. CORRENTES	-69	-84	-97	-78
América Latina	-46	-29	-34	-57

Fonte: IIF e-estimativa

A entrada de não residentes nos mercados de capitais domésticos dos países em desenvolvimento - nível 2 de abertura no conceito de Akyuz (1992) - tem como precursores os “fundos de mercados emergentes”, onde os próprios organismos financeiros internacionais passaram a aportar recursos. Carter (1996) analisa o papel do IFC na montagem de fundos próprios ou como investidor de recursos em fundos de terceiros. Entre 1972 e 1995, a referida instituição subscreveu recursos da ordem de US\$ 1 bilhão, em fundos de diversos tipos, como: 1) Fundos de Países, tendo por exemplos o *Korea Fund* de 1984 e o *Debt-Equity Conversion Fund* chileno de 1988; 2) Fundos Globais de “Mercados Emergentes”, o primeiro constituído em 1986; 3) Fundos *Private Equity e Venture Capital*; 4) Fundos de Investimentos Domésticos; e 5) Fundos de Pensão. Com aportes de outros investidores e a valorização dos ativos, o patrimônio desses fundos superava US\$ 7 bilhões em 1995.

Esses fundos contribuíram para atrair investidores estrangeiros que nunca haviam se interessado por aplicações fora dos países desenvolvidos e disseminaram lentamente a cultura do investidor institucional em países em desenvolvimento, levando os órgãos reguladores a relaxarem as regras, permitindo grande mobilidade aos fluxos de recursos e baixa taxaço, e a adequarem seus marcos regulatórios às exigências dos investidores globais. De acordo com

asiáticos ficaram sobrevalorizados e as companhias assumiram débitos não administráveis, investindo em excesso, com a garantia de que eventuais perdas seriam cobertas pelo governo. A crise cambial foi consequência da ruptura dessas “bolhas” de endividamento excessivo e sobrevalorização de ativos. Consultar Krugman (1998), entrevista com Krugman in Rev. Bovespa de ago/97 e artigo de Resende (1998). Analisando as idéias de Krugman, Otaviano (1998) afirma que “além da insolvência financeira de curto prazo, há um conteúdo de exaustão relativa das trajetórias de crescimento em economias envolvidas na atual crise asiática”.

relatório do Institute of International Finance (IIF)⁹, em 1987 existia uma quantia inferior a 30 “fundos de mercados emergentes”, sendo que uma década depois eles superaram 1.500, com patrimônio superior a US\$ 100 bilhões.

Tabela 3.2

Participação de Países/Regiões nas Carteiras dos Maiores Fundos para
“Mercados Emergentes”(Renda Variável e Renda Fixa) - Em %

País/Região	Set/94		Setembro/95		Março/96		Dezembro/96		Março/97	
	R.Var.	R.Var.	R.Fixa	R.Var.	R.Fixa	R.Var	R.Fixa	R.Var.	R.Fixa	
A.LATINA	37,7	27,6	62,6	27,9	62,9	30,6	65,1	32,6	56,7	
- Brasil	11,3	11,1	21,6	10,9	18,4	12,2	16,5	14,0	15,2	
- México	14,8	6,4	13,4	7,3	12,2	8,3	11,7	8,8	10,5	
ASIA	44,5	46,5	4,6	45,7	3,2	42,9	3,4	39,4	3,1	
EUROPA	8,7	11,9	17,6	13,2	14,4	13,7	17,7	14,0	19,2	
O.MED/AFRI	3,2	8,2	9,4	7,3	8,5	7,8	6,5	9,1	9,7	
OUTROS	5,9	5,8	5,7	5,4	11,0	5,0	7,3	4,9	11,2	

Fonte: Micropal in Sobee (1997) Obs.: A pesquisa inclui 106 maiores fundos de renda variável e 36 maiores de renda fixa

De acordo com a tabela anterior, os ativos da América Latina e da Ásia tiveram a preferência dos investidores na composição dos fundos de renda variável. Após a Crise do México, o Brasil afirmou-se como principal opção na América Latina. Com relação aos fundos de renda fixa, a América Latina teve absoluta preponderância, mas isto se explica pelo fato de os títulos de renda fixa da maior parte dos países do sudeste asiático terem sido classificados no período como *investment graded* pelas agências de *rating*, deixando de ser considerados como “emergentes”. Depois do início da crise asiática, o conceito de crédito dos países da região foi rapidamente rebaixado, o que demonstrou a fragilidade das análises de risco de crédito até então realizadas.

O investimento em renda variável por parte do investidor estrangeiro foi feito progressivamente através do instrumento do *Depositary Receipts*. Ou seja, o investidor preferiu comprar os títulos de empresas de países em desenvolvimento disponibilizados nas praças financeiras dos países desenvolvidos, lançados dentro das regras destas, reduzindo ao mesmo tempo o risco decorrente das turbulências cambiais, que afetam a negociabilidade.

⁹ O IIF é uma associação formada por 250 instituições financeiras com atuação global. O Relatório foi divulgado no jornal GZM de 23/abr/97.

Parte das operações realizadas anteriormente pelos investidores estrangeiros nas bolsas domésticas, como a movimentação no mercado secundário das ações de companhias de grande porte, passou a ser feita nas bolsas americanas e em algumas praças européias. As características dos programas americanos estão na tabela a seguir.

Tabela 3.3

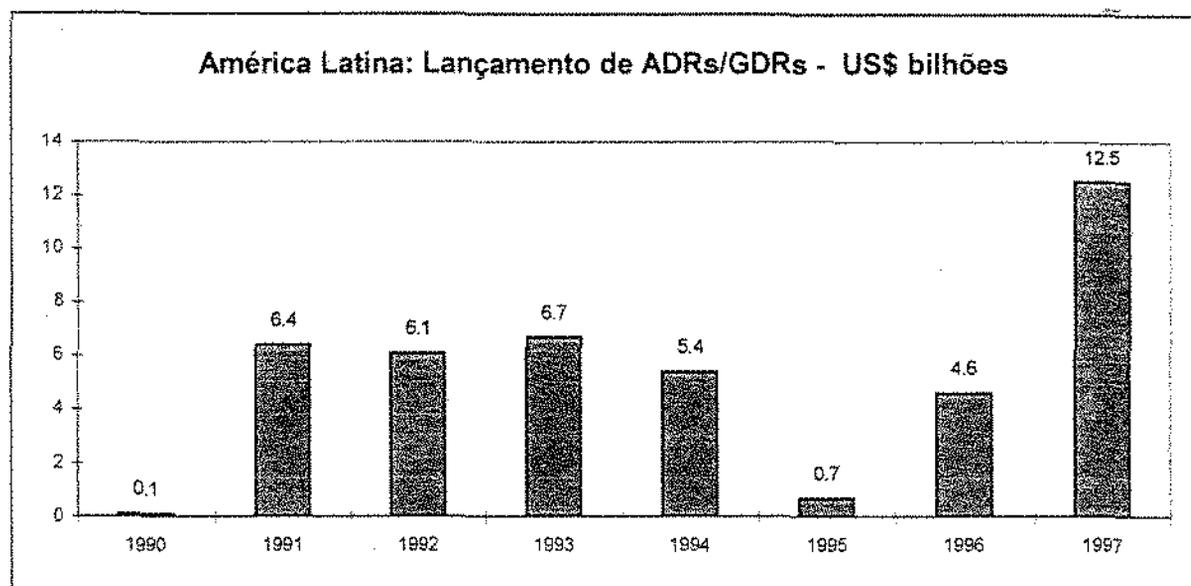
ADR-AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS: Características Básicas dos Programas

CARACTERÍSTICAS	NÍVEL I	NÍVEL II	NÍVEL III	NÍVEL 144-a/RegS
Distribuição Privada				X
Distribuição Pública	X	X	X	
Lastro em Ações já negociadas	X	X		X
Lastro em Ofertas Iniciais (novas ações/ block trade)			X	
Atendimento das Normas Contrábeis Americanas		X	X	
Atendimento Parcial às Exigências da SEC(1)	X			X
Atendimento Completo às Exigências da SEC		X	X	
Negociação no Mercado de Balcão/Sist. Portal	X			X
Negociação em Bolsas de Valores		X	X	
Colocação Apenas junto a Investidores Institucionais				X
Necessidade de Divulgação Institucional		X	X	

Fonte: Banco Itaú (1996) (1) Securities Exchange Commission, similar à CVM

Muitas privatizações da América Latina foram feitas através desse instrumento, como por exemplo a Telefones de Chile em 1990, as mexicanas Telmex e Bancomer em 1991 e a Telefonos de Venezuela em 1996. Além disso, companhias privadas também patrocinaram programas de ADR/GDRs para captar recursos ou valorizar suas ações no mercado secundário, alavancando o valor de futuras emissões de títulos. De maneira geral, os DRs de empresas privatizadas ou de outras companhias eram os melhores ativos negociados nas bolsas domésticas dos respectivos países. Com a colocação dos DRs nas bolsas internacionais, notadamente nas americanas NYSE e Nasdaq, as bolsas domésticas “exportaram” a liquidez presente ou potencial e atrelaram sua dinâmica ao comportamento das grandes bolsas.

Gráfico 3.4.



Fonte: GZM

A tabela 3.4 apresenta um estudo desenvolvido pelo Morgan Stanley (1994) apontando que, no caso do México e do Chile, o valor de mercado das companhias com ADRs, já correspondia naquele ano a um valor negociado relativamente maior do que o das respectivas bolsas domésticas, tendência que se aprofundou nos anos seguintes.

Tabela 3.4.

Comparação entre a Liquidez das Bolsas Domésticas e dos ADRs

	Valor de Mercado US\$ bilhões * (A)	Média Diária Negociada US\$ milhões** (B)	Liquidez (B)/(A)
Bolsa Mexicana	196	576	2,9
ADRs. Mexicanas	80	247	3,1
Bolsa Chilena	68	23	0,3
ADRs. Chilenas	19	30	1,6

Fonte: M.Stanley (1994) * Set/94 ** Out/94

No primeiro semestre de 1995, havia 1.158 programas de ADRs no mercado americano. Destes, 329 estavam listados em bolsa, sendo que 34% dos mesmos referiam-se às companhias mexicanas. Em 1995 o lançamento de *Depositary Receipts* de países latino-americanos foi afetado pela Crise do México, mas em 1996 os lançamentos voltaram a ser representativos. De fato, após a referida crise, reafirmou-se a tendência de negociar ações de boas companhias

latino-americanas nas bolsas e mercado de balcão americanos¹⁰. As tabelas 3.5. e 3.6. permitem verificar que, após a crise do México de dez/94, os volumes de negociação das bolsas domésticas dos “países emergentes” caíram, enquanto o volume das bolsas americanas subiu, inclusive com aumento da participação dos negócios com ADRs.

Tabela 3.5.

Bolsas de Valores: Comparação dos Volumes de “Países Emergentes”
com os Norte-Americanos - US\$ bilhões/ano

Pais	1993	%	1994	%	1995	%	1996	%
Malásia	154	2,1	126	1,4	77	0,7	173	1,3
Coreia	212	2,9	286	3,2	185	1,8	177	1,3
Hong Kong	132	1,8	147	1,7	106	1,0	166	1,2
Singapura	81	1,1	81	0,9	60	0,6	42	0,3
Taiwan	346	4,8	711	8,1	383	3,7	470	3,5
Tailândia	87	1,2	80	0,9	57	0,6	44	0,3
Austrália	68	0,9	95	1,1	98	1,0	145	1,1
México	62	0,9	83	0,9	34	0,3	43	0,3
Chile	3	0,0	5	0,1	11	0,1	8	0,0
Argentina	10	0,1	11	0,1	5	0,0	4	0,0
Brasil	57	0,8	109	1,2	79	0,8	112	0,8
USA*	3.355	46,7	3.564	40,4	5.109	50,0	7.121	52,4
TOTAL	7.190	100,0	8.822	100,0	10.218	100,0	13.598	100,0

Fonte: IFC *NYSE, Nasdaq e Amex

¹⁰ Lonergan(1996) destaca que depois que a Yacimientos Petroliferos Fiscales - YPF, petroleira argentina privatizada, obteve ADR listada na NYSE -Bolsa de N.York-, os negócios se deslocaram para lá. Em 1995, o volume negociado na NYSE correspondeu a 25 vezes o volume negociado em Buenos Aires.

Tabela 3.6

ADRs Negociados nas Bolsas Norte-Americanas: NYSE, AMEX e Nasdaq

Ano	Volume ADR US\$ bilhões	Par.% no Vol.Total	Cias.listadas em unidade
1990	75	4,1	176
1991	94	4,2	186
1992	125	4,6	215
1993	200	5,4	256
1994	248	6,3	317
1995	315	6,6	357

Fonte: Bank of NYork (1995)

As bolsas americanas aprofundaram os esforços de *marketing* para atrair as companhias de “países emergentes”, especializando-se a Nasdaq em companhias de menor porte para as quais oferece os serviços dos *market makers*, ou seja, operadores especializados em promover a liquidez para ações pouco negociadas ou conhecidas. Em 1996, esta bolsa promoveu 655 ofertas públicas iniciais, boa parte em ADRs, contra 84 na NYSE¹¹.

O lançamento de ADR/GDRs inibiu o crescimento da liquidez dos mercados domésticos dos países em desenvolvimento, deprimindo os negócios dos operadores locais, sendo que os mais capacitados iniciaram negócios em praças internacionais ou se associaram com operadores internacionais. No 1º semestre de 1997, o número de ADRs superava 1,7 mil, incluindo companhias de mais de 60 países, movimentando US\$ 220 bilhões nas bolsas americanas NYSE, Nasdaq e AMEX¹². Nesse processo, consolidou-se a presença da Telebrás, a ação de “país emergente” mais negociada na Bolsa de Nova York. Mais de 50% do volume de ações da companhia disponíveis para negociação foram negociadas nesta praça financeira.

A observação das informações disponíveis sobre as captações brutas recentes da América Latina mostra que o Brasil foi se afirmando como maior captador latino-americano, tendo suplantado o México em 1997 (Tabela 3.7.). Neste ano, entre os lançamentos brasileiros, destacaram-se a operação de troca da dívida externa antiga por um lançamento de bônus global soberano da ordem de US\$ 3,5 bilhões, a colocação de ADRs de ações do Unibanco, no

¹¹ Sobre o assunto, consultar GM 17/set/97, pg B-8.

¹² Dados do The Bank of New York in jornal GZM de 6/out/97, pg.B-3.

valor de US\$ 1 bilhão, que foi oferecida como pagamento ao governo dos ativos saudáveis do Banco Nacional (operação PROER) e a captação do empréstimo sindicalizado também da ordem de US\$ 1 bilhão tomado pela Avantel, uma *joint venture* montada no Brasil para operar telefonia celular.

Tabela 3.7

América Latina: Captação Bruta de Recursos - US\$ bilhões (1)

	E m 1996				E m 1997			
	R.Fixa(2)	ADR(3)	Empréstimos	TOTAL	R.Fixa(2)	ADRs(3)	Empréstimos	TOTAL
Argentina	14,7	0,4	8,7	23,8	18,2	0,7	8,5	27,5
Brasil	24,8	0,5	1,0	26,1	24,8	3,3	10,0	38,1
Chile	2,4	0,3	3,7	6,3	1,2	1,5	4,2	6,9
México	22,0	0,8	4,5	27,3	17,4	2,3	15,7	35,4
Colômbia	2,2	n.d.	n.d.	n.d.	2,0	0,3	2,3	4,7
Venezuela	5,3	1,2	n.d.	n.d.	6,1	1,2	2,1	9,4
A.Latina	67,3	4,6	21,0	105,2	71,6	12,5	47,6	131,7

Fomes: Sindicatos Emissores, Bloomberg, Reuters e Latin Finance in GM de 7/jan/97 e 30/01/98.

(1) Dados preliminares, sujeitos a revisões. Os critérios de classificação entre empréstimos e títulos de renda fixa das fontes podem divergir dos critérios das autoridades monetárias dos países pesquisados.

(2) 25 tipos de instrumentos de captação externa.

(3) inclui IPOs (emissões iniciais diretamente em bolsas estrangeiras) e algumas colocações privadas de ações diretamente com investidores estrangeiros.

3.2. A Lógica do Investidor

O investidor global, notadamente os investidores institucionais, acompanham em tempo real todos os movimentos de preços e taxas de ativos financeiros das praças relevantes, incluindo as dos principais "países emergentes". De acordo com estudo do Fundo Monetário Internacional¹³, a decisão de investir em "países emergentes" deve-se à abertura promovida por estes, à redução generalizada dos custos de transação, à necessidade de reduzir o próprio risco das carteiras, "tomando vantagem da relativamente baixa correlação entre retornos dos países

¹³ Consultar o estudo "Financial Market Challenges and Economic Performance in Developing Countries" in IFM(1996).

emergentes e dos países industrializados”, e às melhorias dos fundamentos econômicos dos países em desenvolvimento.

O que não está bem explicitado na afirmação acima é a importância dos “fatores externos”. Calvo et al (1993) analisaram os mesmos, podendo-se destacar três: 1) redução das taxas de juros de curto prazo americanas, no final dos anos 80, o que contribuiu para aumentar a solvência dos devedores latino-americanos, estimulando a repatriação de recursos e a captação de novos recursos no mercado de capitais americano, por parte de agentes latino-americanos; 2) baixo nível de crescimento econômico nos países desenvolvidos, deixando capitais ociosos, no início dos anos 90 e 3) mudanças na regulamentação dos mercados de capitais dos países desenvolvidos, reduzindo os custos de acesso a esses mercados por parte dos países em desenvolvimento.

A conclusão sobre esse tema, adotada na presente tese, é de que os “fatores externos” foram os responsáveis pelo movimento inicial de aumento dos influxos de recursos para os países da América Latina. A necessidade da ampliação da entrada desses recursos para o próprio modelo de estabilização macroeconômico e de reinserção internacional que foi sendo adotado por estes países exigiu a aceleração das reformas liberalizantes, entre as quais a abertura financeira e a privatização. Estas aprofundaram o interesse do investidor estrangeiro pela região, que começou a aportar recursos sob a forma de *portfolios* e investimento direto. Paralelamente, foi ampliando a participação do capital estrangeiro na prestação dos serviços financeiros relacionados, ou seja administração de carteiras, corretoras, consultoria em fusões e aquisições e em privatização.

Outro ponto importante sobre a decisão do investidor global refere-se à opção entre as formas de renda fixa e variável. As relações entre os mercados de renda fixa e renda variável, a partir da aceleração do processo de globalização têm sofrido mudanças, observadas tanto por operadores do mercado quanto por acadêmicos como os americanos Paul Samuelson¹⁴ e Paul Krugman¹⁵, que fizeram afirmações no sentido de que as relações entre os dois segmentos de

¹⁴ Entrevista publicada pela Rev.Bovespa de maio/97. A íntegra da declaração é a seguinte: “Eu acho que o padrão atual mostra que há uma correlação ainda mais forte e positiva entre bônus e ações do que antes. Eu costumava dizer que tinha um *portfolio* com *hedge*, porque se ações sobem, os bônus sempre descem e vice-versa. Hoje, ambos tendem a subir juntos e a cair juntos. Parte disso é racional, parte é irracional. Mas há um padrão macro-econômico levemente diferente relacionando ações e bônus e ligando ambos à macro “*Main Street Economy*”.

¹⁵ Entrevista publicada pela Rev.Bovespa de ago/97. A íntegra da declaração é a seguinte: “As taxas de juros não estão tão altas. Algumas pessoas gostariam que estivessem mais baixas, mas elas não estão assim tão altas. Eu não gosto de fazer previsões sobre a bolsa, mas eu preciso dizer isto: ou os valores da bolsa estão

mercado tornaram-se mais complexas do que a visão tradicional de que os mesmos eram negativamente correlacionados. A isso pode-se agregar a observação de que as operações com derivativos aproximam os dois segmentos, criando inclusive ativos híbridos.

A conclusão adotada sobre esse tema na presente tese é de que taxas de juros baixas ou estáveis nos países centrais estimularam os mercados de títulos de renda fixa alternativos, onde poderiam ser aplicados *spreads* por conta de diversos riscos, e paralelamente também estimularam o mercado de ações, incluindo as bolsas dos países em desenvolvimento. Também a melhoria dos fundamentos macroeconômicos desses últimos países nos anos 90 estimulou os dois segmentos do mercado de capitais¹⁶.

Mas, ainda existem particularidades nos mercados de renda fixa e variável, de caráter doméstico ou internacional, de maneira que a discussão a seguir tratará separadamente dos dois mercados, para a análise específica das entradas de recursos no Brasil.

No caso do mercado de renda fixa, as variáveis básicas são a liquidez internacional, o conceito de crédito do país e das principais empresas captadores, manifestado no *rating*, e a política monetária doméstica do país captador. No lançamento de títulos de renda fixa no mercado internacional, estudos econométricos como o de Calvo et al (1993) e observações empíricas apontam que mais que a diferença de taxas de juros, importa o valor absoluto das taxas básicas dos títulos americanos, sinalizando a liquidez dos mercados denominados em dólar. O excesso de liquidez internacional verificado no período estudado - exceção feita aos anos 1994-95 - forçou a queda dos *spreads* e alongou prazos, tornando bastante vantajosa a captação de recursos externos por parte dos países em desenvolvimento¹⁷.

ridiculamente altos agora, ou eles estavam ridiculamente baixos nos últimos trinta anos. Algo está muito estranho nesta história.” (sobre a bolsa americana)

¹⁶ Uma mesa redonda promovida pelo jornal GZM, com executivos americanos de bancos de investimento, publicada em 5/Fev/97, consta a declaração que o *disclosure* exigido para o lançamento de ADRs, entre os quais a adoção das regras contábeis americanas - GAAP- acaba facilitando o serviço de *rating*, levando normalmente a melhores classificações, o que facilita o mercado de bônus. Ou seja, corrobora-se a afirmação de uma relação positiva entre a renda fixa e variável.

¹⁷ Uma matéria do jornal “The Economist”, publicada in GZM de 2/5/97, afirma, em tom de inquietação, que nos anos mais recentes os investidores compraram títulos exóticos de “países emergentes” com *spreads* cada vez menores e prazos mais longos, sem a devida atenção às regras financeiras. O índice de preços de bônus de “mercados emergentes” feito pela Salomon Brothers subiu cerca de 35% entre o início de jan/96 e o 1o. semestre de 1997. Em 1995, o vencimento médio dos bônus de “mercados emergentes” seria de 3 anos, passando para 12 anos em 1996. Esse ciclo favorável aos emissores chegou ao fim em 1997, com as perspectivas de elevação das taxas de juros nos países mais ricos e as turbulências iniciadas nos mercados asiáticos a partir de julho. De fato, de acordo com o IIF in GZM de 3/12/97, o *spread* médio a onze dos “mercados emergentes” mais importantes, incluindo o Brasil, subiu de 118 pontos básicos (sobre os US Treasury Notes) em set/97 para 250 pontos no final de out/97.

A tabela 3.8 mostra um estudo de Loés (1996) acerca do movimento de entrada líquida de recursos no Brasil através do lançamento de títulos de renda fixa no exterior, em período anterior e imediatamente posterior à “Crise do México”. A conclusão foi a de que a taxa de juros americanas explicou melhor o movimento do que o *spread*.

Tabela 3.8.

Juros americanos, diferencial de juros e entrada líquida de recursos via emissão de títulos
Brasil: 1991-1995

Ano	Juros Amer.* % a.a.	Diferencial** % a.a.	Entrada Rec. US\$ milhões
1991	5,37	0,19	1.691
1992	5,7	0,86	4.663
1993	4,79	1,27	7.003
1994	5,98	1,43	5.043
1995	5,46	0,72	8.226

Fonte: Loés (1996)

* Títulos de cias. privadas

** s/Bônus emitidos por companhias brasileiras

A outra modalidade de investimento em renda fixa é a internacionalização de recursos para aplicação nos mercados domésticos, esta apresentando risco cambial: estar denominada em moeda local e não retornar no prazo contratual por falta de divisas. No Brasil, houve uma expressiva entrada especulativa através do Anexo IV no período 1991-93 mas, posteriormente, o governo segregou as aplicações em renda fixa para os Fundo de Renda Fixa Capital Estrangeiro, aplicando taxaço (Imposto sobre Operações Financeiras - IOF)¹⁸. As antigas contas CC5 também foram utilizadas para arbitragem de taxas de juros. Nestes casos, o movimento de entrada explicou-se pela arbitragem entre taxas externas e internas. A lógica do investidor foi aproveitar as altíssimas taxas de juros internas, controlando com facilidade o risco cambial, pois a aplicação tinha liquidez e fechamento de câmbio imediatos. Mas, como será analisado no próximo item, a entrada relevante de recursos para arbitragem de renda fixa foi episódica, perdendo importância com a aplicação da taxaço.

¹⁸ No próximo item deste capítulo se discutirá o processo de abertura do mercado de capitais brasileiro, detalhando todos os mecanismos legais e expedientes extra-oficiais, com respectivas avaliações quantitativas.

As características do crescente volume de emissões de títulos de renda fixa brasileiros até o 1º semestre de 1997 podem ser resumidas nos seguintes pontos¹⁹:

- 1) Emissores preponderantemente privados;
- 2) Alongamento crescente dos prazos²⁰, por conta da queda do risco e por razões fiscais (em 1995, implantou-se o IOF decrescente com relação ao prazo);
- 3) Queda dos *spreads* para o mesmo emissor, ao longo do tempo, nos mercados primário e secundário;
- 4) Esforços para aumentar o *rating* do Brasil, com o objetivo de ampliar o leque de compradores potenciais, entre os quais os fundos de pensão americanos, que só investem em títulos *investment graded* e
- 5) Concentração no setor financeiro, como pode ser visto na tabela 3.10., ocorrendo o repasse interno²¹ dos recursos, com acréscimo de *spreads*.

¹⁹ Consultar as estatísticas do Boletim do Banco Central do Brasil e da Rev. Anbid Investidores Externos, nos divs. e artigos dos relatórios especiais do jornal GZM de 28/jan/1994 e 5/fev/1997.

²⁰ Cerca de 1/3 das emissões de bônus brasileiras do 1o. sem/97, contudo, tem cláusula de resgate antecipado.

²¹ Francisco Gros, ex-Presidente do Banco Central do Brasil e Diretor do Morgan Stanley em N.York, afirmou em 1994 que a concentração das captações no setor financeiro era um aspecto negativo da captação brasileira. Consultar Banco Central (1995). No 1o. sem/97 verificou-se uma queda de demanda por crédito externo por parte das cias. financeiras e o Governo estimulou os bancos a captarem mais, retirando o IOF das captações e permitindo que as referidas instituições fizessem *hedge* com LTN cambiais, o que tende a aumentar a concentração.

Tabela 3.10.

América Latina: Emissão de Títulos de R.Fixa em 1996, por setor, em %

	Argentina	BRASIL	Chile	México	TOTAL AL
Aço	0,5	4,4	0	1,7	2,2
Alimentos	2,1	3,5	0	1,4	2,1
E.Elétrica	4,1	6,1	71,5	0	5,6
Financeiro	14,1	43,6	0	12,6	23,6
Mídia	0,3	6,4	0	3,2	3,2
Petróleo	4,2	7,3	0	5,9	5,4
Telecomun.	0	4,3	11,6	1,3	2,6
Outros	5,1	17,6	16,9	9,8	11,4
Dív.Soberana	69,6	6,8	0	64,1	43,9
	100	100	100	100	100
FONTES: Sind.emissores, The Bloomberg, in GM 5/2/97					

No segundo semestre de 1997 as condições internacionais do mercado de renda fixa foram se alterando para os países em desenvolvimento, agravando-se no início de novembro. A resposta do governo brasileiro foi aumentar a atratividade das emissões de renda fixa no mercado internacional, através da redução do IOF incidente sobre as mesmas²² e diminuição dos prazos mínimos das novas emissões e rolagens. A redução dos prazos já havia sido feita também por ocasião da "Crise do México de 1994".

Quanto às decisões de investimento em renda variável, elas são tomadas a partir de três avaliações:

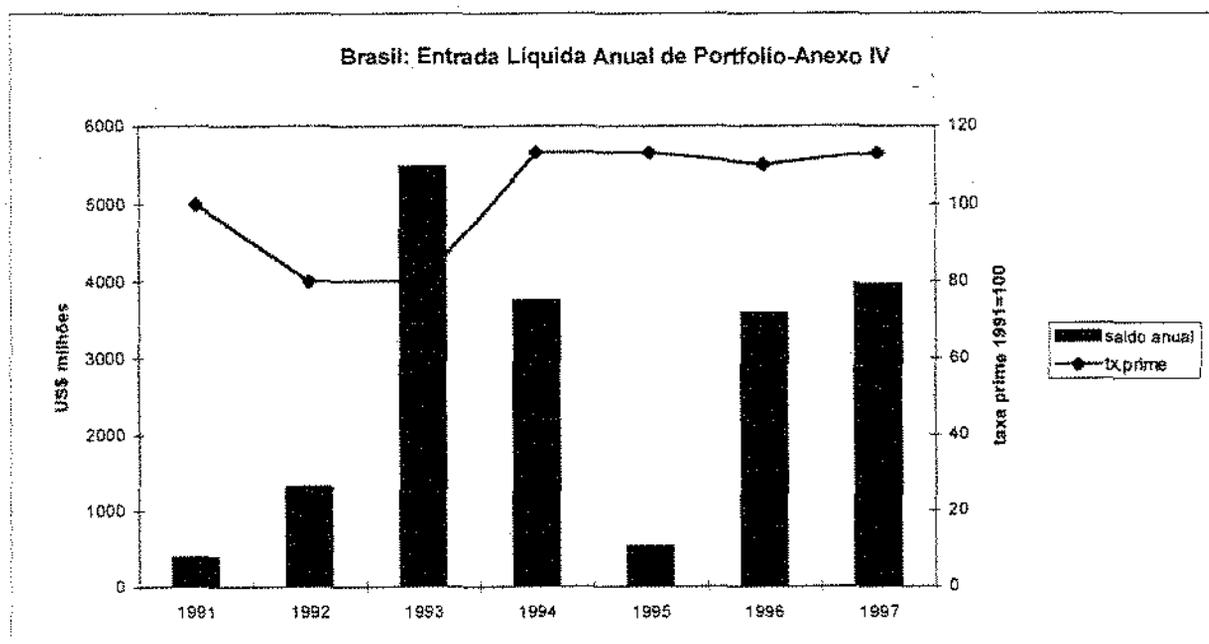
- (1) Análise fundamentalista, onde são avaliados os aspectos políticos, macroeconômicos, setoriais e empresariais dos países;
- (2) Análise específica do comportamento do mercado acionário e seus derivativos, através do acompanhamento da evolução dos índices diários, mensais e anuais das bolsas, do respectivo volume negociado, do comportamento do valor agregado das cias. listadas em bolsa (valor de mercado ou *market capitalization*) e de indicadores de preços relativos; e
- (3) Comparação dos preços e perspectivas de valorização de ativos semelhantes, em diversos países de risco similar.

²² As captações com prazo inferior a três anos tiveram o IOF reduzido de 5% para 3%, ocorrendo reduções nas faixas intermediárias e a faixa de isenção de IOF caiu de seis para cinco anos de prazo. Além disso, as empresas domésticas foram autorizadas a lançar debêntures conversíveis em ações no mercado internacional, sendo que os fundos estrangeiros montados no Brasil também foram liberados para investir neste tipo de título.

Até 1986, praticamente só se fazia no Brasil as duas primeiras avaliações, sendo que a análise fundamentalista dos aspectos internacionais era realizada para prospectar a situação do balanço de pagamentos. A abertura do mercado de ações ao investidor estrangeiro trouxe novas demandas para as instituições financeiras domésticas, implicando alterações consideráveis no perfil do profissional de mercado. Passaram a ser exigidos conhecimento e habilidade em lidar com mercados estrangeiros, formação acadêmica e profissional de reconhecimento internacional, rapidez na apreensão de mudanças tecnológicas e predisposição em aceitar e repetir o discurso econômico e político dominante nos principais mercados financeiros.

Com relação ao primeiro tipo de avaliação, pode-se afirmar que o aumento da liquidez internacional, com redução das taxas de juros no início dos anos 90, é fator explicativo inicial para o aumento das inversões estrangeiras em bolsas de países em desenvolvimento. O modo através do qual foram feitas tais aplicações dependeu do ritmo e dos instrumentos financeiros que cada país desenvolveu para promover a abertura do mercado acionário. No caso do Chile e do México, o lançamento de ADRs teve muita importância, de modo que as respectivas bolsas domésticas se elevaram pelos impactos indiretos da negociação desses instrumentos nos Estados Unidos. Já no Brasil, a entrada deu-se inicialmente pelas aplicações estrangeiras nas bolsas locais, flexibilizadas através de montagem de carteiras do tipo *portfolio-Anexo IV* (Gráfico 3.5.). Também através desse instrumento foi repatriado considerável volume de recursos. Posteriormente, foi regulamentado o mecanismo de ADRs de cias. brasileiras.

Gráfico 3.5.

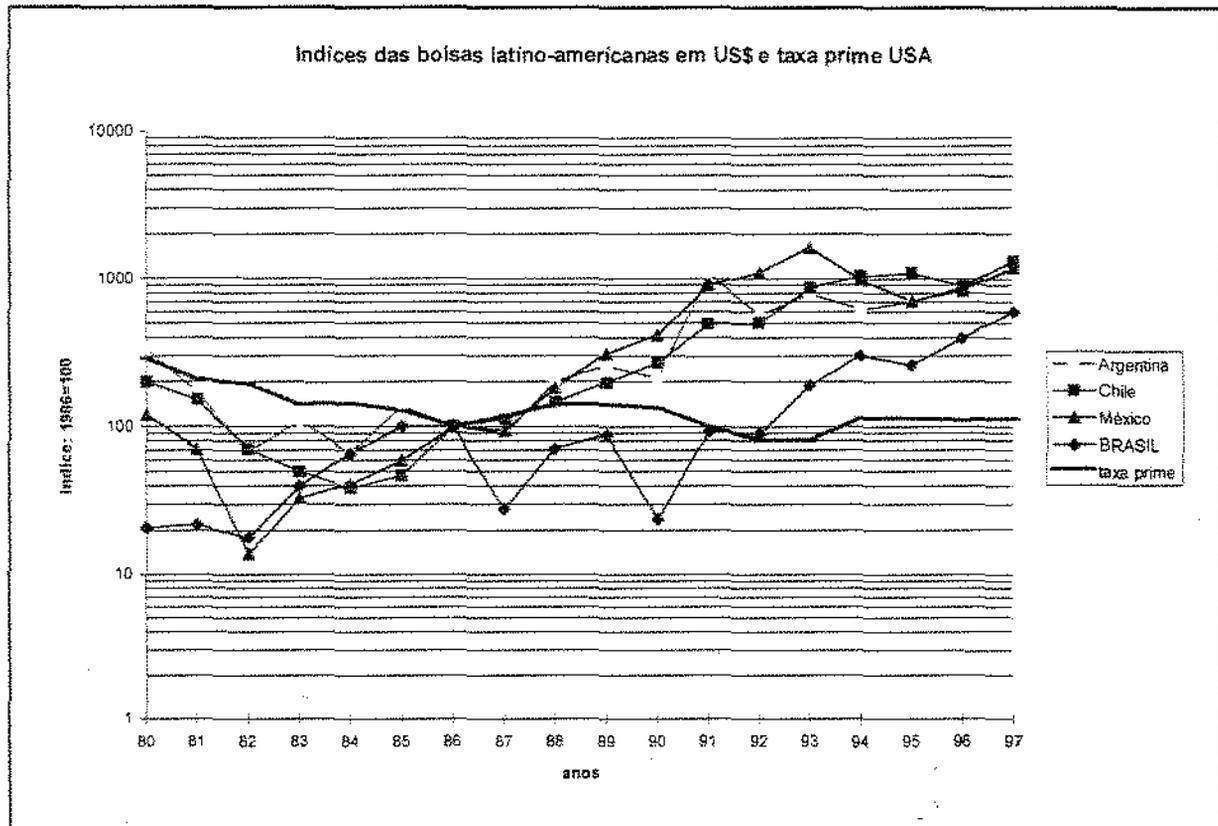


Fonte: CVM e FGV

1997 até junho

Assim, tornou-se visível a relação entre taxas de juros internacionais declinantes ou estáveis e o crescimento dos índices das bolsas dos países em desenvolvimento (Gráfico 3.6). A entrada desses recursos externos foi importante fator de dinamismo²³ das bolsas latino-americanas a partir do final dos anos 80, embora o crescimento dos investidores institucionais no caso do Chile e do Brasil não possam ser desconsiderados.

Gráfico 3.6.



Fontes: Dados sobre os índices das bolsas do Unibanco; taxa prime FGV (Rev. Conj. Econ.) 1997 - até setembro

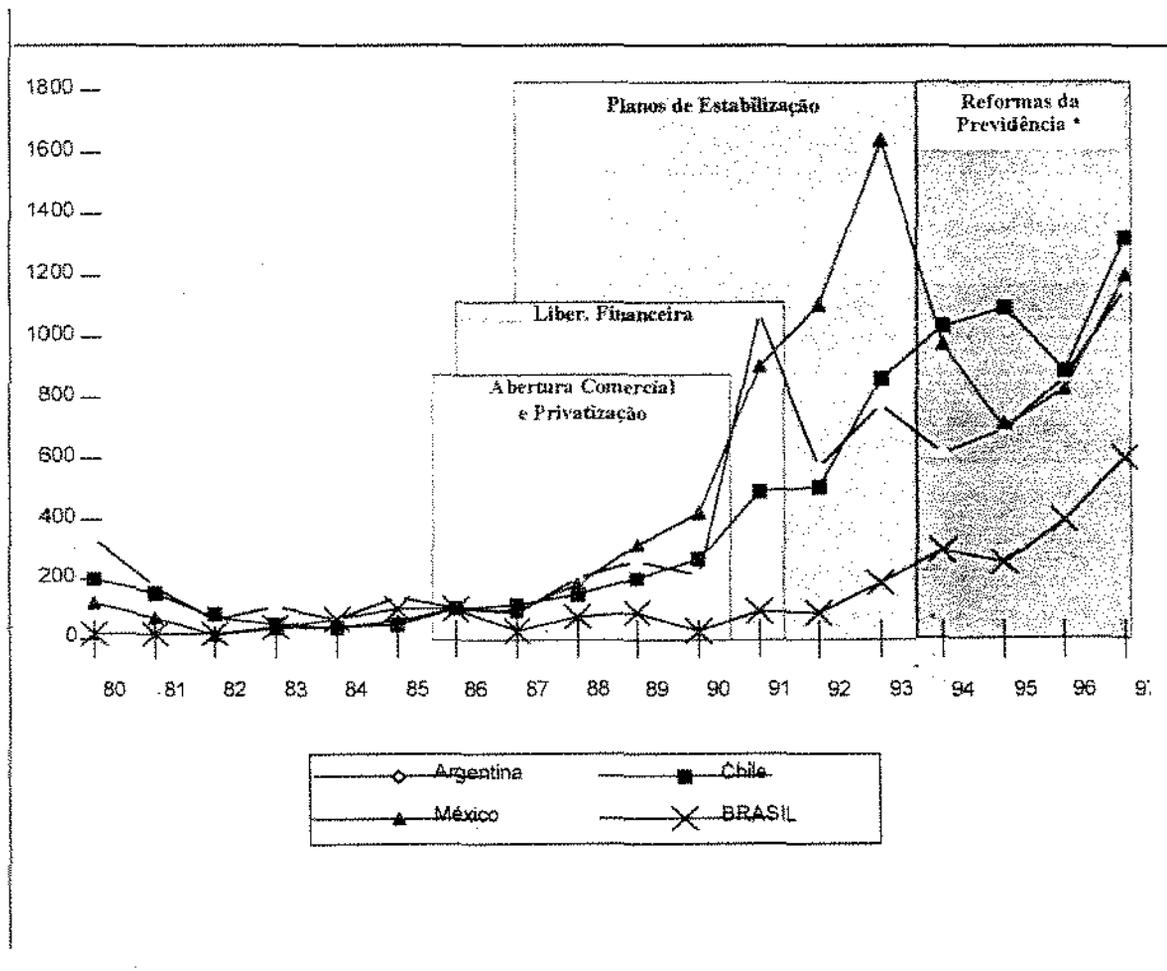
Também os programas de estabilização bem sucedidos e o início das reformas liberalizantes explicam o aumento dos influxos de recursos estrangeiros nas bolsas domésticas ou na demanda por *Depositary Receipts*. Como já foi comentado, a progressiva presença do investidor estrangeiro no mercado de capitais e a dependência crescente dos recursos internados por este movimento acabaram acelerando as reformas. A observação do gráfico 3.7. permite constatar que as bolsas brasileiras começaram a se elevar mais tarde e isso se explica pelos aspectos políticos do início dos anos 90 (Eleições, Plano Collor e *Impeachment*) e pela demora em promover o ajuste de cunho neoliberal.

²³ No capítulo 4, será discutida a importância dos diversos tipos de investidores no crescimento do volume negociado nas bolsas brasileiras.

A “descoberta” e “venda” do Brasil como “mercado bursátil emergente” ocorrem a partir de 1992, incentivadas pelo Anexo IV e com a situação política sob controle. Os investidores estrangeiros se retraíram em meados de 1994, em função da liderança do candidato Lula, da esquerda, às eleições presidenciais. O Plano Real e a vitória do candidato de centro, FHC, animou os investidores, que prometeram aportar volumosos recursos nas bolsas em 1995, o que não acabaram fazendo imediatamente por causa da crise mexicana de dez/94.

Gráfico 3.7.

Bolsas Latino-Americanas: Evolução do Índice em US\$ (1986=100), em Comparação do Período de Início das Reformas Liberalizantes



Fontes: Índices das Bolsas fornecidos pelo Unibanco:1997 até setembro; Dados das Reformas in Baer (1997),Bovespa(1997), FMI(1996) e Oliveira (1996) : * O Chile promoveu a reforma da previdência em 1980, assim como também a estabilização macroeconômica foi iniciada ainda nos anos 70 e ajustada após a crise bancária do início dos anos 80.

Com relação ao segundo tipo de avaliação, relativo ao comportamento específico do mercado de ações, aprofundou-se consideravelmente o acompanhamento comparativo dos mercados

dos países em desenvolvimento. Esse tipo de análise pode ser observado na tabela 3.11, onde são comparados os tamanhos do mercado acionário de alguns países, através do valor de mercado das companhias listadas e do volume médio transacionado. Mercados pequenos não estimulam grandes investidores, enquanto mercados relativamente maiores podem ser escolhidos como centros regionais de negociação, esvaziando os vizinhos.

Tabela 3.11.

Análise Comparativa do Tamanho de "Mercados Emergentes" Dez/96

País	Índice da Bolsa	Nº de cias. listadas	Valor de Mercado US\$ bi (A)	Volume médio anual US\$ bi (B)	Liquidez (B)/(A)
Argentina	Merval	147	44,7	4,4	0,1
Brasil	Bovespa	551	216,9	112,1	0,5
Chile	Santiago	291	65,9	8,5	0,1
China	Shangai	540	113,7	256,0	2,2
Colômbia	Bogotá	189	17,1	1,4	0,1
Índia	Bombaim	8.800	122,6	109,4	0,9
Indonésia	Jakarta	253	91,0	32,1	0,3
México	México	193	106,5	43,0	0,4
Paquistão	Karachi	782	10,6	6,0	0,6
Polónia	Varsóvia	83	8,4	5,5	0,6
Tailândia	Bangcoc	454	99,8	44,4	0,4
Venezuela	Caracas	88	10,1	1,3	0,1

Fonte: IFC

O investidor global costuma fazer estratégias regionais para deslocamento dos recursos. Escolhidas as regiões prioritárias, são feitas análises dos mercados acionários mais relevantes. Nesse sentido, a tabela 3.12 apresenta a comparação entre alguns países da América Latina através do indicador IP/L²⁴, no período 1990-97. Uma vez passados os impactos iniciais, a crise do México de 1994 desvalorizou basicamente as bolsas mexicanas e argentinas. Passado o período de ajuste recessivo das duas economias, ocorrido em 1995, os volumes de negócios com ações aumentaram, recuperando o indicador IP/L. Durante todo esse período, o Brasil

²⁴O Índice Preço/Lucro (IP/L) significa o número de anos em que retorna ao investidor o preço pago pela ação, tomando-se como padrão de retorno o lucro auferido pela companhia, lucro histórico ou projetado. A entrada dos investidores estrangeiros nos mercados domésticos levou a uma mudança nos padrões de avaliação, sendo este índice substituído em algumas instituições por um semelhante, o IP/FC, que é o preço dividido pelo fluxo de caixa por ação. Outro indicador utilizado é o P/VP, que corresponde ao preço da ação dividido pelo Valor Patrimonial da ação. Consultar Material Técnico distribuído pelo Banco Garantia no Seminário da Abrasca, de nov/96, referido no anexo 2 desta tese.

permaneceu como o país de preço relativo mais baixo, o que, a partir da estabilização e do aprofundamento da privatização, tornou-se um atrativo para o investidor.

Tabela 3.12.

Índice Preço/ Lucro da América Latina

País	4o.tri/90	4o.tri/91	1ºtri/94	3o.tri/95	4o.tri/96	3o.tri/97
Argentina	3	39	16	12	30	32
Brasil	4	8	13	14	13	12
Chile	9	17	20	20	16	19
México	13	15	19	14	16	23

Fonte:IFC(1990/92) e Unibanco (1994/97)

Finalmente, o terceiro nível de avaliação corresponde à comparação dos preços relativos dos ativos semelhantes, em diversos países de risco similar, e suas perspectivas de valorização. Quanto maior a abertura dos mercados acionários ao investidor estrangeiro e mais volumosas as privatizações e as aquisições de companhias por investidores estrangeiros, mais demandado é este tipo de análise. Para tanto, são comumente utilizados índices de preços relativos como o IP/L, o IP/FC ou P/VP. A tabela 3.13. ilustra o assunto, fornecendo uma comparação que o Unibanco apresentou a seus clientes investidores, entre ADRs. de companhias telefônicas de países latino-americanos. Pelos indicadores usados, a Telebrás e a Telef. Argentina seriam as ações recomendadas.

Tabela 3.13.

ADRs de Cias. Telefônicas Negociadas na Bolsa de Nova York - Posição em 26/Dez/96

Empresa	Índice P/L 1995	Índice P/L 1996	P/VP 1996
Telebrás	20,4	7,6	1,0
Telmex	8,6	n.d.	1,5
Telef.Chile	17,8	14,0	4,4
Telef.Argentina	6,7	6,7	1,2

Fonte:Unibanco

3.3. O Processo de Abertura do Mercado de Capitais Brasileiro

Como pode ser visto na tabela 3.14., a entrada global de recursos foi expressiva no período 1989-97, aumentando consideravelmente as reservas externas do país e viabilizando a “âncora cambial” do Plano Real em 1994 e a cobertura dos crescentes déficits em transações correntes. A entrada de recursos foi parcialmente esterilizada através do aumento do endividamento público inteno

Tabela 3.14

Brasil: Entrada Líquida de Recursos Externos - US\$milhões

ANO	Portfolio liq.	Inv.direto liq.	Titulos R.F.*	Fundos liq.**	Soma	Cta.Cap.Liq.	Trans.Corr.	Reserv.Liq.Intl.
	(a)	(b)	(c)	(d)	(a)...(d)	***		
1989	-57	-340	199		-198		1033	9679
1990	104	287	640		1031	-4715	-3782	9973
1991	571	560	3290		4421	-4148	-1407	9406
1992	1704	1154	6023		8881	25271	6143	23754
1993	6591	397	7936	80	15004	10115	-592	32211
1994	5079	1912	6143	2331	15465	14294	-1689	38806
1995	4753	2970	10031	-481	17273	30703	-17784	51840
1996	6118	9195	18679	170	34162	33012	-24347	60110
1997	6415	16330	20041	-858	41928	nd	-33.842	52.173
Fonte: BACEN, FGV e Anbid								
* Bonus, Notes e C. Paper, entrada bruta								
** Fundos de Renda Fixa, Privatização, Empr. Emergentes e Imobiliários								
*** Descontadas as amortizações e incluindo novos empréstimos bancários e de organismos oficiais								

As informações quantitativas da tabela anterior, apresentadas nas colunas (a), (c) e (d), abrangem as diversas modalidades de captação de recursos externos típicas de mercado de capitais, sendo que o desempenho das mesmas no período estudado será discutido em detalhes posteriormente. Contudo, é importante destacar que a tabela anterior não inclui as movimentações das contas CC5 e do mercado paralelo, cabendo algumas considerações preliminares acerca das mesmas.

A partir de 1995 foi intensificado o uso das antigas contas CC5, que permitiam ao não residente manter recursos no país e movimentá-los livremente, desde que fosse nomeado representante legal para fins tributários. Os recursos entraram principalmente para aplicações em renda fixa. Este uso acabou sendo desincentivado pelo governo através da aplicação de IOF na entrada dos recursos, pela nova Circular 2677/96²⁵, que revogou a Carta Circular nº 5 e,

²⁵ Esta nova circular que substituiu a CC5/69 confere ao Banco Central maior facilidade de acesso a informações sobre a origem dos fundos movimentados. As respectivas operações de câmbio estão sujeitas ao IOF de 2%. O Imposto de Renda incidirá de acordo com a natureza da operação interna realizada com os recursos. As respectivas operações de câmbio são pelo mercado de taxa flutuante.

finalmente, pela intervenção direta do Banco Central junto às instituições financeiras para coibir abusos na utilização dessas contas. Entre o final de 1996 e 22 de janeiro de 1997 parte desses recursos foi remetida ao exterior, antes da entrada em vigor do novo imposto Contribuição Provisório sobre Movimentação Financeira (CPMF). Nesse período, o principal destino dessas remessas foi a região das Bahamas, onde se encontram os chamados “paraísos fiscais”, domicílio de instituições financeiras que administram capitais estrangeiros de curto prazo, incluídos os investimentos brasileiros no exterior. Na segunda posição por região de destino encontram-se o Uruguai e o Paraguai, onde predominam operações vinculadas ao comércio de fronteira²⁶. A partir de out/97, outro movimento de saída expressivo²⁷ se verificou nessas contas devido aos desdobramentos da crise do Sudeste Asiático, que levou às especulações contra o real.

Cabe colocar, ainda, que, além dessas contas de não residentes existe um volume movimentação de recursos não apreendido pelas estatísticas oficiais, ou seja, o mercado paralelo, onde operam agentes que não respeitam a regulamentação doméstica vigente, muitas vezes para realizar a chamada “lavagem de dinheiro”, ou seja, reciclar recursos provenientes de atividades ilícitas. Se tais operações são feitas em praças internacionais, está configurada a fuga de capitais. O eventual retorno desses capitais pode se dar tanto no mercado informal quanto no formal, aproveitando-se das brechas ou relaxamentos posteriores da legislação.

Retomando a análise dos fluxos de recursos da tabela 3.14., pode-se observar que a captação de recursos através da emissão de títulos no exterior, coluna (c), foi a modalidade que inaugurou o novo ciclo de captação do país, sendo seguida pela modalidade de *portfolio* ou carteiras - coluna (a) - e fundos - coluna (d). Finalmente, cresceu a modalidade do investimento direto - coluna (b) -, também relacionada com o mercado de capitais, posto que parte das operações refere-se à privatização, assunto do capítulo 5 deste trabalho.

O lançamento de títulos no exterior, sob forma de bônus e *commercial papers*, está amparado na Lei 4131/62, com regulamentação posterior emanada do CMN e Banco Central²⁸. Ou seja,

²⁶ Sobre as movimentações dessas contas de não residentes, verificadas no mercado de taxas flutuantes, consultar Banco Central (1997-c).

²⁷ Entre 27/out/97 e 30/nov/97 saíram US\$7,5 bilhões pelo câmbio flutuante.

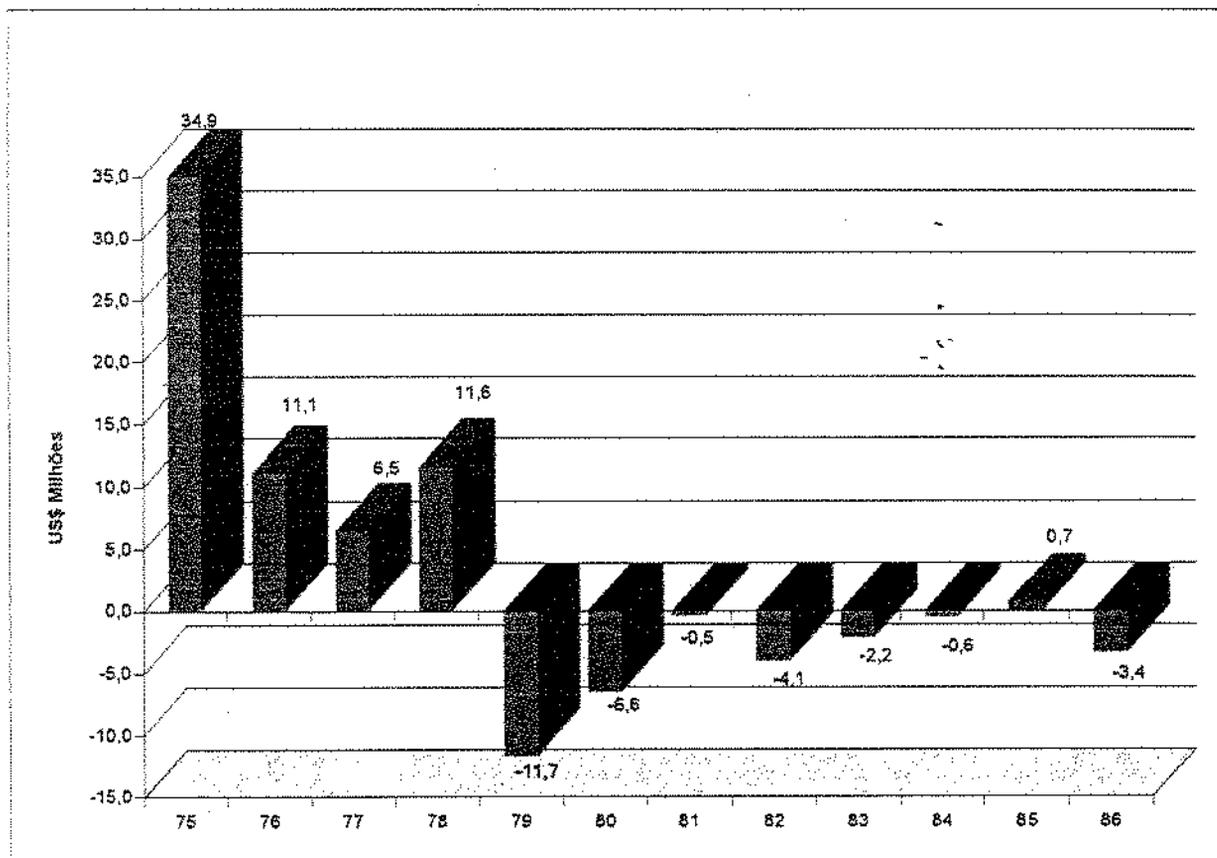
²⁸ Consultar a Resolução do Senado Federal nº 87 de 19/dez/94, as Resoluções do CMN nos. 1734/90 e 1853/91 e as Circulares do Bacen 2.199/92, 2372/93, 2384/93, 2384/93, 2410/94 e 2661/96.

não é um instrumento novo, mas modernizou-se ao longo do processo internacional de securitização dos créditos e viabilizou-se com a solução da crise da dívida externa brasileira, verificada no início dos anos 90. O assunto já foi suficientemente discutido no item 3.2. deste capítulo.

Já a abertura do mercado de capitais doméstico ao investidor estrangeiro (chamado também de investimento estrangeiro em *portfolio*) é um processo iniciado em 1975 e efetivamente desenvolvido no período estudado, ou seja a partir de 1987, com profundos impactos no mercado doméstico. A primeira regulamentação específica ocorreu com o Decreto Lei nº 1.401/75, que criou as sociedades de investimento. Essas sociedades sujeitaram-se a condições rígidas e a conjunturas econômicas não propícias, de maneira que a entrada de recursos foi inexpressiva, como pode ser visto no gráfico a seguir.

Gráfico 3.8.

Brasil: Ingresso Líquido de Capital Estrangeiro DL 1401/75



Fonte: Banco Central/Firco

Através da resolução do CMN de nº 1289 de 20/mar/87, promoveu-se novo movimento em direção de abertura do mercado de capitais. Acrescentou-se às antigas Sociedades de Investimento (a partir daí chamadas de Anexo I) as modalidades de Fundos e Carteiras, correspondendo aos Anexos II e III, este último negociado no Exterior, como pode ser visualizado na figura 3.1. O resultado foi modesto, mas contribuiu para as primeiras entradas relevantes de recursos externos na modalidade *portfolio*. Os volumes expressivos vão aparecer, todavia, com o Anexo IV, de maio de 1991, que disciplinou a carteira de investimento direto de investidores institucionais estrangeiros²⁹, sendo necessária a nomeação de um Administrador Local, responsável pelas operações. O atrativo principal estava na extinção dos requisitos de composição e diversificação das carteiras, o fim do período mínimo de permanência, a inexistência de valor mínimo para o investimento e um tratamento fiscal privilegiado³⁰. Além disso, essa modalidade de internação de recursos externos constitui-se em instrumento de movimentação de recursos brasileiros aplicados no exterior³¹.

Os ativos admitidos nas carteiras são basicamente as ações de companhias abertas, compradas nas bolsas ou em subscrição pública. A legislação inicialmente permitia aplicar em títulos de renda fixa e moedas de privatização. Posteriormente, estas modalidades de investimento foram separadas do Anexo IV e constituindo os Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro (Resolução nº 2.034/93), com tratamento fiscal menos favorável³², ou ainda os Fundos de Privatização de Capital Estrangeiro (Resolução nº 1.806/91).

²⁹ A regulamentação foi bastante flexível na caracterização do “investidor institucional estrangeiro” para fins do Anexo IV. Além dos convencionais fundos de pensão e de investimento e seguradoras, são aceitos também corretoras e bancos. Na prática, só o investidor pessoa física está fora, o que de fato não afasta grandes investidores, que têm facilidades de assumir a forma de investidor institucional.

³⁰ Os investimentos através dos anexos I a IV da Res. nº 1289/87 estão isentos do IR, de acordo com a Lei 9249 de 26/dez/95, e a alíquota de IOF sobre as respectivas operações de câmbio de entrada é zero, de acordo com a Portaria MF nº 085 de 24/abr/97.

³¹ O mercado chama essas aplicações de “anexos IV de brasileiros”. Pela regulamentação da CVM, há a necessidade de comprovar por auditoria a verdadeira origem estrangeira desses capitais. Na prática, o mercado contorna tal exigência, às vezes com a complacência do órgão regulador. Essas operações se realizam a partir de fundos *off-shore* da América Central, cujas quotas são subscritos por brasileiros e não por estrangeiros. De acordo com a própria CVM, 36% das carteiras de Anexo IV registradas até jun/97 originaram-se de recursos remetidos da América Central. Os administradores desses fundos *offshore* são instituições brasileiras, oficialmente operando como *advisors*, destacando-se, a atuação dos bancos Opportunity, Pactual, Matrix, Garantia e a corretora Linear. Consultar o jornal GZM de 4/set/97, pg.B-20.

³² As aplicações em fundos de renda fixa estão sujeitas à alíquota de 15% de IR, sendo que incide a taxa de IOF de 2% por ocasião da operação de câmbio de entrada.

Esquema Operacional de Investimento Estrangeiro em Portfólio (Resolução CMN 1289/87)

Figura 3.1

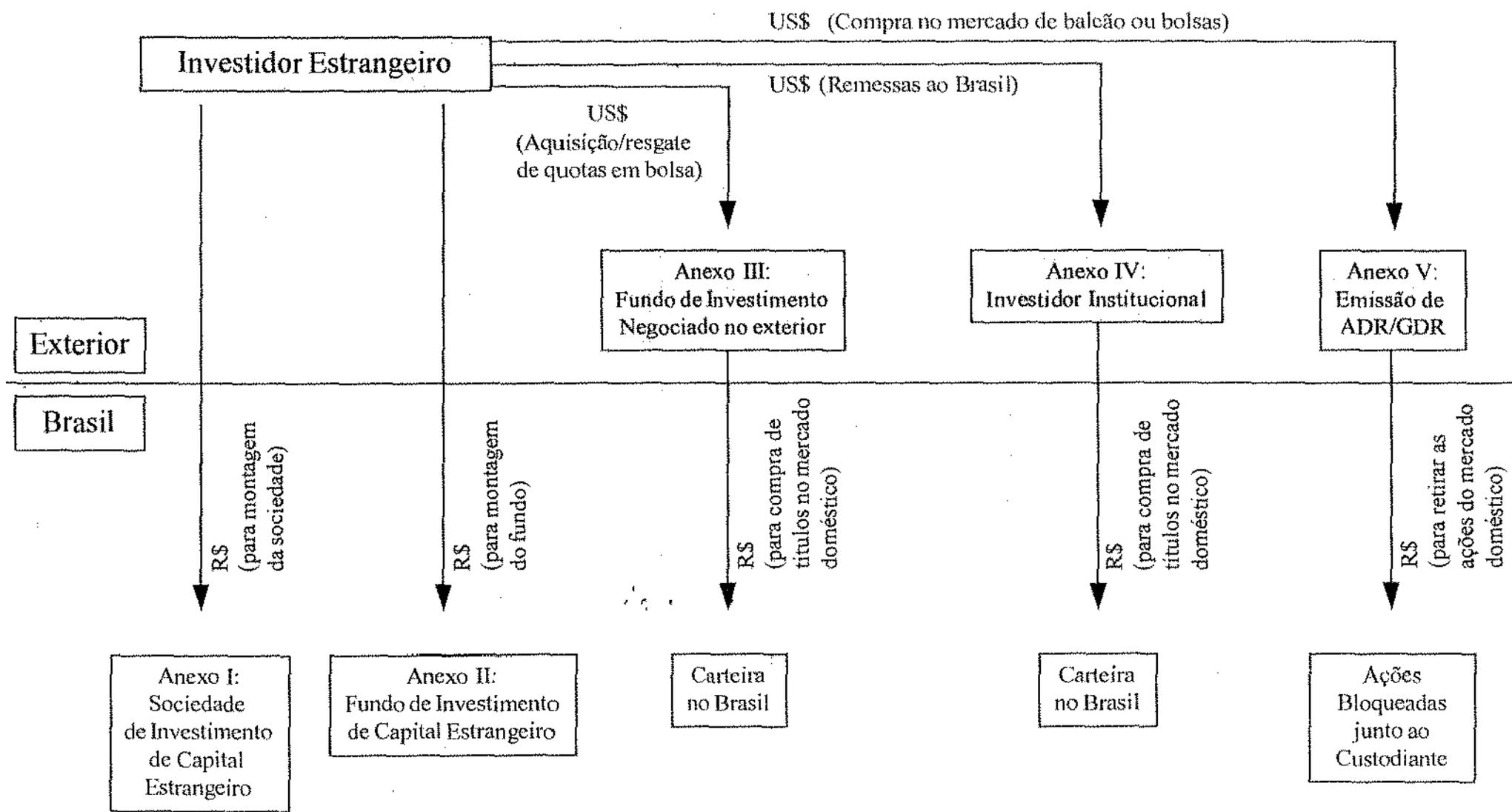
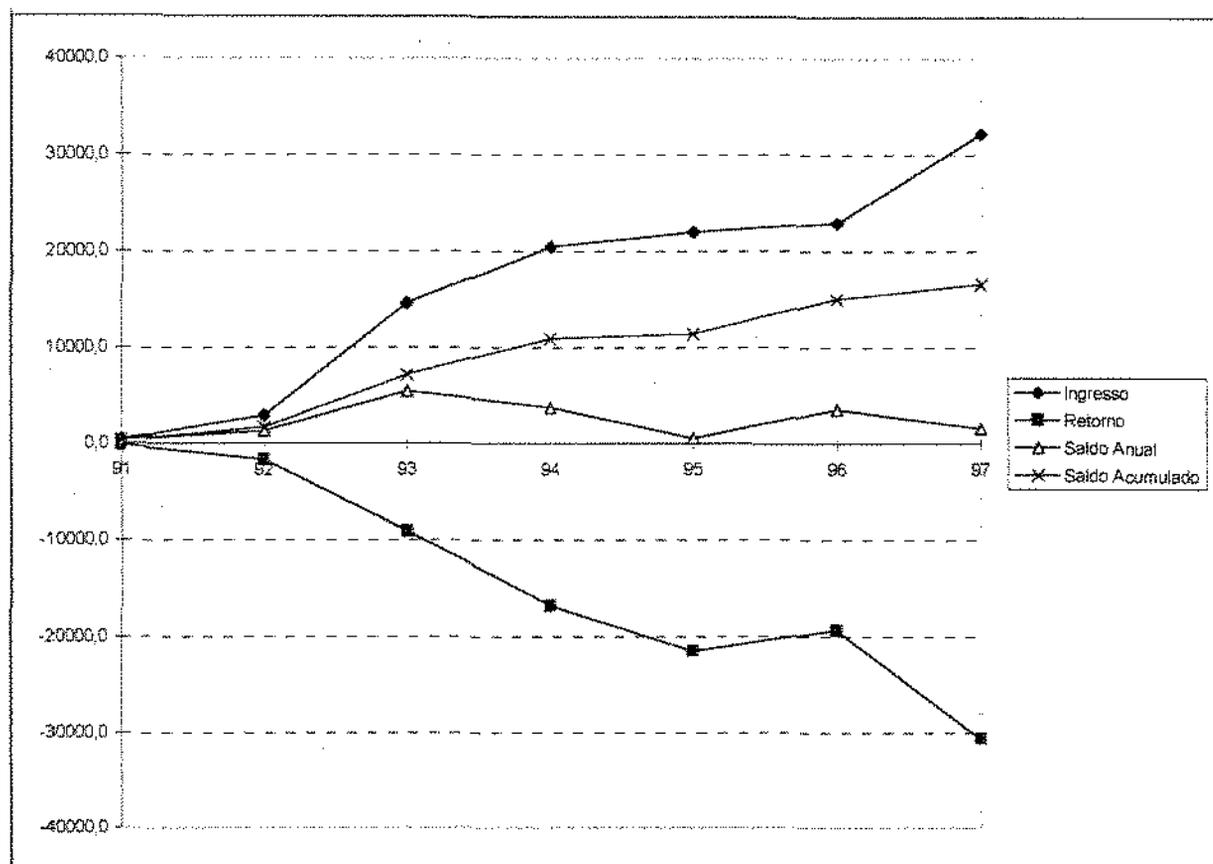


Gráfico 3.9.

Anexo IV - Movimentação de Recursos: 1991-1997 US\$ Milhões



Fonte: Bacen e CVM

O saldo líquido acumulado entre entradas e saídas ao final de 1997, da ordem de US\$ 16 bilhões, correspondia a um patrimônio líquido em anexo IV de US\$ 32 bilhões na mesma data, de acordo com informações da CVM. Isto significava uma rentabilidade global expressiva até a data, obtida com os rendimentos das aplicações em renda fixa antes permitidas e a valorização das ações em bolsas brasileiras, para qual a entrada desses próprios recursos em muito contribuiu.

De acordo com a Anbid, ao final de 1997, o Anexo IV se constituía na modalidade mais importante de investimento estrangeiro no país sob a forma de fundos de investimento e carteiras, correspondendo a 90 % do total de US\$ 36 bilhões do patrimônio total. Havia 59 instituições administrando tais recursos no país, sendo as onze principais responsáveis por cerca de 80% do total.

Como pode ser visto na tabela 3.15., as principais instituições administradoras foram bancos estrangeiros ou os chamados “bancos de negócios” de capital nacional. Os bancos estrangeiros dominaram o mercado, basicamente porque o investidor estrangeiro prefere operar com bancos internacionais, que além de lhe inspirarem maior confiança, oferecem serviços de custodiante global, ou seja controle das movimentações, consolidação das mesmas e responsabilidade pelas posições, a nível global. Isto levou os grandes bancos múltiplos de capital nacional a procurarem associação com instituições estrangeiras, caso do Itaú Bankers Trust, ou montarem empresas especializadas em administração de recursos de terceiros, caso do Unibanco Asset Management. A flexibilização, a partir de 1996, da entrada de bancos estrangeiros no mercado doméstico tende a reforçar essa tendência.

Tabela 3.15.

Investimentos Estrangeiros em Fundos e Carteiras:

Valor Administrado e Participação das Principais Instituições Financeiras Administradoras

Instituição Financeira	Valor em US\$ bilhões		Part. no Total - em %	
	Dez/96	Dez/97	Dez/96	Dez/97
Citibank	6,7	10,7	22	31
Chase Manhattan	4,4	6,5	14	18
Boston	4,0	5,8	13	16
Bozano Simonsen	2,0	0,8	7	2
Garantia	1,9	1,4	6	4
Liberal	2,0	1,9	6	5
Pactual	0,8	1,0	3	2
Safra	0,7	0,8	2	2
CCF	0,7	1,1	2	2
Unibanco	0,7	0,5	1	1
Itaú/Itaú Bankers Trust	0,8	1,1	1	3
PATRIMÔNIO TOTAL	30,4	35,7	100	100

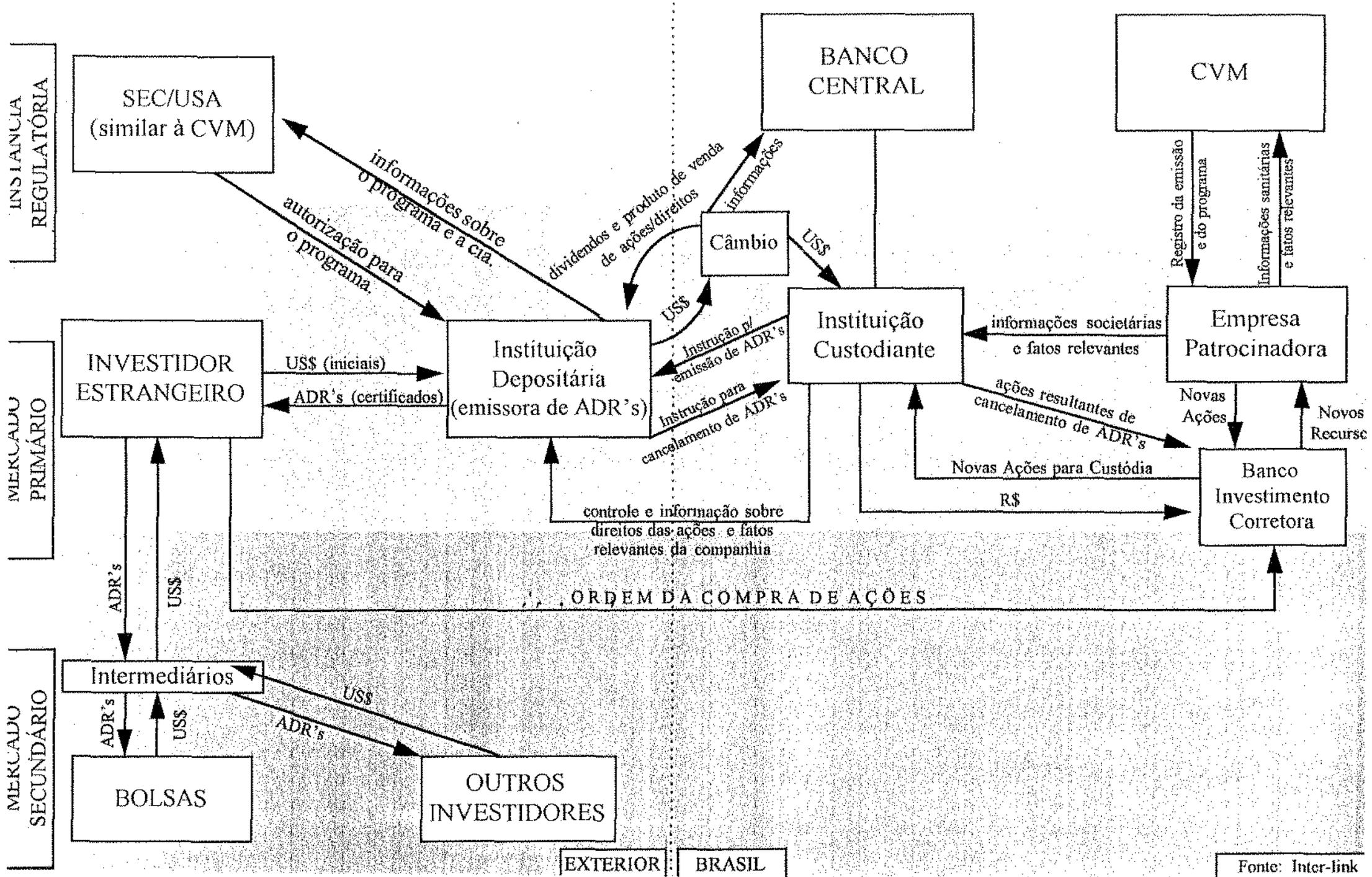
Fonte: Rev. Investimentos Externos Anbid. Jan/97 e Out/97

Ainda dentro da categoria de investimentos de *portfolio*, em 1992 foi regulamentado³³ o Anexo V, que disciplinou o investimento estrangeiro em programas de recibos de depósitos de ações (ADRs e GDRs), negociados no estrangeiro (ver figura 3.2.). Foram aprovados 57 programas até jul/97, sendo predominantes as operações de ADR níveis I e 144-A, em função das menores exigências da SEC americana e dos menores custos (consultar tabela 3.16.). Algumas companhias promoverem posteriormente o *upgrade*, transformando seus programas em Nível II, para negociação em bolsa. Apenas os lançamentos da Aracruz, Multicanal, Pão de Açúcar e Unibanco foram referentes a ofertas iniciais (ADR nível III); o resto referindo-se ao mercado secundário, ou seja, ações que eram negociadas no mercado doméstico e passaram a ser negociadas em outros países. O Banco Itaú foi o maior custodiante de ADRs no período.

³³ Ver Resolução nº 1927 de 18/mai/92, Circular nº 2179 de 21/mai/92 e cartas circulares nos. 2277/92, 2285/92 e 2445/94.

Mecanismo de Programa de ADR's - Nível III

Figura 3.2



O valor de mercado do conjunto de ações bloqueadas para emissão de *Depositary Receipts* correspondia a 10% do valor de mercado das companhias que compunham o Ibovespa em junho de 1997. De acordo com o que pode ser observado na tabela 3.16., considerável parte do capital social da Telebrás - 25% do total das ações e cerca da metade do disponível para o público - encontra-se negociada na Bolsa de Nova York. Como consequência disso, o comportamento da ação no mercado doméstico ficou subordinado ao comportamento da NYSE, impactando todo o mercado bursátil brasileiro, uma vez que a ação foi a mais negociada no país ao longo dos anos 90³⁴.

De acordo com levantamentos da Bovespa, a tendência de crescimento de operações com ADRs, em alguns casos em detrimento de operações através do Anexo IV³⁵, foi estimulada pela Lei nº 9311 de 24/out/96 que introduziu o CPMF a partir de 20/jan/97. Os investidores em anexo IV ficaram isentos nas suas movimentações domésticas em bolsa, devendo apenas contribuir na entrada e saída de recursos do país, ou seja na operação de câmbio. Mesmo assim, esses investidores não gostaram das novas regras, porque os mesmos fazem muitas movimentações de câmbio, situação facilitada pelo próprio governo ao instituir o registro eletrônico, de forma declaratória, dessas transações junto ao Banco Central³⁶. Este fator explicaria o aumento do percentual das ações de diversas companhias bloqueadas para emissão de ADRs, ao longo do 1º semestre/97, conforme se observa na tabela 3.16. As incertezas decorrentes da crise do Sudeste Asiático desaceleraram os lançamentos de novos programas no 2º semestre de 1997.

Em jul/97, através da Instrução CVM nº 264, foi aberta a possibilidade dos fundos de ações-carteira livre domésticos aplicarem seus recursos em *depositary receipts*, com isso possibilitando-lhes com isso a pleiteada arbitragem de cotações e uma abertura para investimentos em ativos negociados no exterior, ainda que de empresas brasileiras. Isto também viabilizou um canal de retorno das ações objeto de ADRs para o mercado doméstico.

³⁴ Na 2ª onda de queda das bolsas decorrente da crise do Sudeste Asiático, em out/97, o horário de início do pregão da Bovespa foi modificado, para coincidir com o da NYSE.

³⁵ Caso das ações Aracruz PNB, Eletrobrás PN, Telebrás PN, Cofap PN e Eletrolux PN, verificados entre dez/96 e ago/97.

³⁶ Consultar Resolução CMN nº2337/96.

Tabela 3.16

Principais Programas de ADRs de Empresas Brasileiras- dez/96 e jun/97

Empresa	Data do Programa	Tipo de ADR	% do total das ações em dez/96	% do total das ações em jun/97	Val.Mercado ADR US\$mi - jun/97
Aracruz	Mai/92	Nível III	19,2	27,1	586
Bom Preço	Out/96	144-A	nd	16,3	96
Brahma	Jul,Dez/96	Nível II	nd	2,6	138
Brazil Realty	Out/96	Nível I	nd	30,5	56
Celesc	Set/94 Set/96	Nível I	12,7	10,4	110
Cemig	Jul/94 Out/95	Nível I	15,4	18,4	1.216
Cesp	Fev/94	Nível I	4,6	3,0	190
Copene	Jan/93	Nível I	4,8	7,4	48
CSN	Nov/93	Nível I	nd	6,3	157
Eletróbrás	Dez/94	Nível I	4,4	6,0	1.862
Lochpe-Maxion	Mai/94	Nível I	16,3	20,9	21
Latasa	Mai/97	Nível I	nd	16,7	50
Loj. Americanas	Jun/95	Nível I	1,9	3,9	24
Lojas Arapuã	Out/95	Nível I	nd	11,5	59
Makro	Mar/97	Nível I	-	31,0	68
Multicanal	Out/96	Nível III	nd	14,6	196
Pão de Açúcar	Set/95	Nível III	nd	20,0	310
Petrobrás	Nov/96	Nível I	nd	1,1	31
Refrip/Eletrolux	Jul/94	Nível I	12,2	12,2	25
Telebrás	Out/92	Nível II	25,0	27,3	13.447
Unibanco	Mai/97	Nível III	-	19,1	658
UnibancHolding	Mai/97	Nível III	-	39,1	658
Usiminas	Set/94	Nível 144-A	9,8	nd	239
Vale Rio Doce	Fev/94	Nível I	4,7	5,4	474
Votorantin CP	Nov/92	Nível I	1,2	3,3	30

Fontes: CVM, in Informativo Junho/97

De acordo com levantamentos do Citibank, em setembro de 1977, os dez maiores investidores em ADRs brasileiros eram grandes administradores de fundos de investimento, como pode ser observado na tabela a seguir.

Tabela3.17

ADRs de Companhias Brasileiras: Dez maiores Investidores - Set 1997 - US\$ milhões

Instituição	Investimento Total em Ações	Investimento em ADRs Brasileiras
Capital International	2.883	610
Franklin Resources	39.773	561
American Century Investments	33.583	400
Soros Fund Management	9.135	248
National Westminster Bank	10.474	235
Fidelity Investments	283.615	227
Janus Capital Corporation	29.531	224
Capital Guardian Trust Corp.	22.481	198
Morgan Stanley Group	50.094	185
Brandes Inv. Partners	5.369	162

Fonte: Citibank/Georgeson & Co. in GZM 5/01/1998

Em julho de 1997, somando-se ao valor das ações bloqueadas para emissão de *depository receipts* o patrimônio do investimento em Anexo IV obtinha-se o valor de US\$ 67 bilhões, o que correspondia a 20% do valor de mercado de todas as companhias abertas listadas em bolsa no país. Este percentual é relevante, considerando-se de que está efetivamente disponível para negociação em média 50% do valor de mercado das companhias-brasileiras. Ou seja, o mercado acionário brasileiro passou a ter forte presença do investidor estrangeiro de *portfolio* (Anexo IV e DRs), sendo os movimentos deste investidor uma importante componente explicativo dos ciclos de alta e de baixa do mercado doméstico.

No início do 2.º semestre de 1997, começaram a refletir no Brasil os efeitos da “Crise do Sudeste Asiático”, enfraquecendo as entradas desses recursos de *portfolio* e fundos, verificando-se no último trimestre o movimento líquido negativo da ordem de US\$ 3 bilhões (Bacen, 1997-d). Foi, portanto, interrompido o período favorável à recepção de recursos externos nessas modalidades o que, ao lado da estagnação da captação de renda fixa internacional já comentada, deixou o país mais vulnerável no fechamento das contas externas. A crescente entrada do investimento direto, atraído pelo processo de privatização atenuou as consequências.

As conclusões deste capítulo são de que, no período estudado, as autoridades econômicas promoveram ativamente a abertura do mercado de capitais doméstico ao investidor estrangeiro, através da progressiva flexibilização das barreiras à entrada, e incentivaram a captação de recursos no mercado de capitais internacional por parte dos grandes tomadores nacionais. Com isso, o mercado de capitais brasileiro se articulou na globalização financeira, tornando-se um dos principais fornecedores de ativos financeiros dos “mercados emergentes” e sujeitando-se às oscilações econômicas e regras financeiras das grandes praças internacionais. Paralelamente a isso, também ocorreu a progressiva entrada de prestadores de serviços financeiros estrangeiros, quebrando monopólios dos grandes conglomerados financeiros de capital nacional.

CAPÍTULO 4

MERCADO SECUNDÁRIO E DERIVATIVOS

4.1. O Contexto Internacional

O mercado secundário de títulos compreende o mercado de títulos de renda fixa, o mercado de ações e derivativos. No primeiro caso, há uma divisão básica entre os mercado de títulos públicos e os mercado de títulos privados, sendo que este ainda se segmenta entre títulos privados financeiros e não financeiros. De acordo com o que foi definido como objeto de estudo na introdução da presente tese, não será analisado neste trabalho o mercado secundário de títulos públicos ou privados financeiros, estes últimos vinculados ao mercado de crédito. No caso das debêntures - título privado não financeiro -, o segmento será discutido no capítulo 6, que trata do mercado primário doméstico, uma vez este é o aspecto mais relevante. Assim, no presente capítulo será feita uma análise particularizada do comportamento do mercado secundário de ações e derivativos, dados o dinamismo apresentado no período estudado e a tendência mundial de crescimento de negócios com esses ativos em bolsas e mercados de balcão organizados.

As bolsas de mercadorias e valores são instituições muito antigas, mas foi ao longo do século XX que o comportamento das bolsas de valores das diversas praças financeiras do mundo passou a ser um dos principais indicadores da atividade econômica e o mercado acionário atraiu vultosos recursos antes aplicados em bancos ou títulos públicos. Os países menos desenvolvidos começaram também a implantar suas bolsas. Atualmente, as bolsas negociam os mais diversos ativos: mercadorias, moedas, índices financeiros, títulos de renda fixa, títulos de dívida externa, ações e opções, entre outros. Suas estruturas diferenciaram-se, assumindo formas especializadas, como bolsas de valores, de opções, de mercadorias e de futuros, refletindo características históricas, sociais e econômicas de cada praça financeira.

O processo de informatização dos serviços financeiros verificado nas últimas décadas trouxe profundas transformações nos procedimentos de negociação, liquidação e custódia das bolsas. As operações realizadas no tradicional pregão viva-voz foram sendo substituídas pelas ordens eletrônicas efetuadas por corretores e seus clientes através de terminais de

computador, instalados nas respectivas bases. Paralelamente, timidas estruturas de negociação chamadas de mercado de balcão, ou seja fora das bolsas, foram se transformando em volumosos negócios controlados eletronicamente, verificando-se de fato uma convergência entre as bolsas de valores e mercados de balcão organizados.

Um dos principais indicadores do mercado de ações é o valor de mercado, ou *market capitalization*, que corresponde à somatória de todas as ações das companhias negociadas em bolsa multiplicadas pelos respectivos preços de mercado. O comportamento do valor de mercado das companhias mostra a evolução do número de empresas negociadas e a trajetória dos preços de uma determinada bolsa ou região. Os maiores valores de mercado encontram-se nas bolsas dos principais países desenvolvidos, mas existem países em desenvolvimento que também se destacam. Para propiciar um levantamento histórico ou uma comparação entre países, deriva-se desse indicador a relação Valor de Mercado/PIB. Esta relação elimina a diferença de tamanho das diversas economias, permitindo observar o grau de importância do mercado de ações de cada uma delas.

A comparação contida na tabela 4.1. mostra que o Brasil tem apresentado uma relação capitalização de mercado/PIB relativamente baixa, o que evidencia um elevado potencial de crescimento do mercado acionário no Brasil. Existem muitas empresas grandes, notadamente as de capital estrangeiro, que se mantiveram na condição de capital fechado, porque não precisaram de recursos do mercado doméstico ou porque não estavam dispostas a abrir suas informações ao mercado. O assunto será melhor discutido no capítulo 6 deste trabalho.

Tabela 4.1.

Capitalização de Mercado das Bolsas em relação ao PIB, em %

País	1990	1994	1996	1997*
Malásia	58,3	268,8	332,5	398,0
Hong Kong	nd	214,6	280,8	344,5
Suíça	66,1	106,4	137,0	177,7
Cingapura	81,6	208,4	176,4	164,7
Inglaterra	98,2	106,4	151,8	164,3
EUA	49,2	61,0	115,5	110,0
Japão	90,2	85,9	67,1	89,9
Brasil	5,1	34,9	28,9	42,3
França	15,5	33,0	38,3	40,3
México	48,6	34,9	31,8	39,4
Coréia do Sul	27,2	51,8	30,5	33,7
Alemanha	19,7	23,9	28,5	33,1
Tailândia	10,8	96,7	53,9	32,6
Argentina	1,7	13,3	15,9	19,9

Fontes: FIBV, Deutsche Morgan Grenfell e Bloomberg in Rev. Bovespa Nov/97 * 1o. semestre

O mercado de ações internacional sofreu um forte abalo com os efeitos do *crash* de 1987 da Bolsa de Nova York, havendo uma generalizada redução dos preços das ações. Nos Estados Unidos, o valor de mercado/PIB caiu de 81% nesse ano, para a faixa dos 50% nos anos subsequentes. A Bolsa de Tóquio recuperou-se rapidamente dessa crise, em função da economia japonesa encontrar-se em um particular surto especulativo, uma bolha especulativa, de acordo com Torres (1997). Mas, a partir de 1990, esse mercado apresentou queda pronunciada, refletindo a mudança da política monetária.

Tabela 4.2.

Volume Anual Negociado nas Principais Bolsas Internacionais - US\$ bilhões

Bolsa	1987	1996
NYSE	1874	4063
Londres	517	1413
Tóquio	1757	939
Frankfurt	472	811
Zurique	426	443
Paris	87	282
Madri	30	238
Toronto	84	221
Amsterdã	39	191
K. Lumpur	4	178
Coréia do Sul	25	177
Hong Kong	45	166
São Paulo	6	98
Cingapura	11	60
México	17	43
Buenos Aires	1	31

Fonte: Bovespa

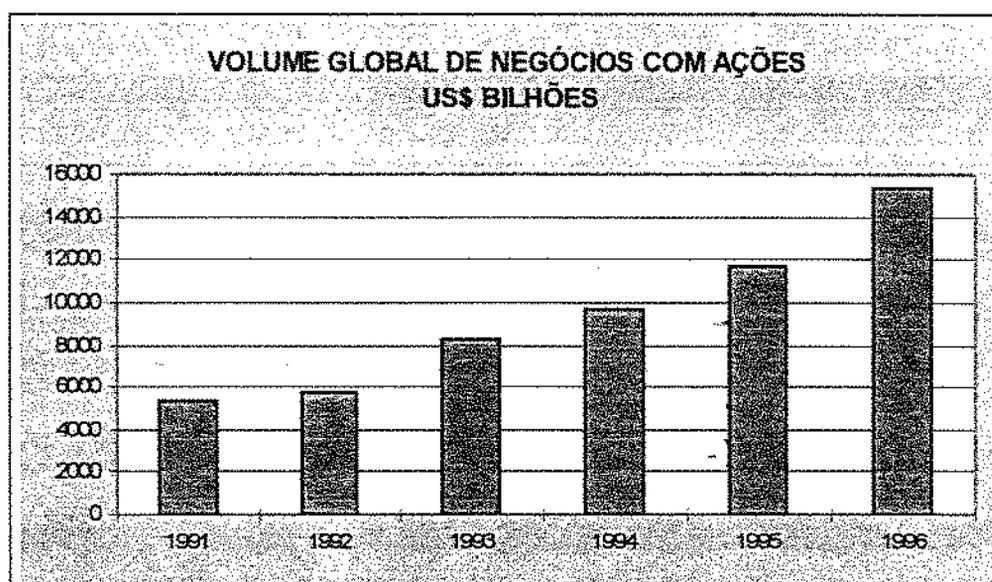
Ao longo dos anos 90, observou-se um expressivo crescimento de volumes negociados em bolsa nas diversas praças financeiras internacionais (ver tabela 4.2 e gráfico 4.1.), para isso tendo contribuído a política de baixas taxas de juros americanas vigente na maior parte do tempo, a flexibilização da regulamentação e a melhoria generalizada dos fundamentos econômicos - notadamente a recuperação da economia americana e a estabilização econômica dos países latino-americanos -.

Nos Estados Unidos a relação capitalização de mercado/PIB atingiu o patamar dos 110% no biênio 1996-97. As famílias e os investidores institucionais demandaram crescentemente ações e as companhias optaram por emitir tais títulos, em vez de tomar recursos bancários. Esse movimento reafirmou a tendência global de securitização do financiamento, verificada a partir dos anos 80. Ou seja, os fluxos financeiros entre aplicadores e tomadores passaram a ser feitos principalmente através da emissão e venda de títulos de emissão de companhias, propiciando a negociabilidade e pulverização do risco.

A crise do México de 1994 resultou em deslocamentos dos recursos aplicados para bolsas de praças mais seguras, mas não deslocamentos relevantes para a renda fixa. A redução das barreiras financeiras entre os países aumentou a competitividade entre as bolsas, na disputa por posições de centro de liquidez regionais. Como atrativos, as bolsas ofereceram reduções em corretagens e taxas pelos serviços de negociação e custódia e maior receptividade para as ações de companhias estrangeiras, notadamente sob a forma de *depository receipts*.

Em dezembro de 1996, o presidente do Federal Reserve Board (FED) dos Estados Unidos alertou para a falta de fundamentos econômicos para a continuidade do movimento altista da bolsa americana, tendo repetido a advertência em outubro de 1997¹, sendo que ao final desse mês a NYSE cedeu refletindo a continuidade da crise do sudeste asiático, manifesta na queda da bolsa de Hong Kong.

Gráfico 4.1



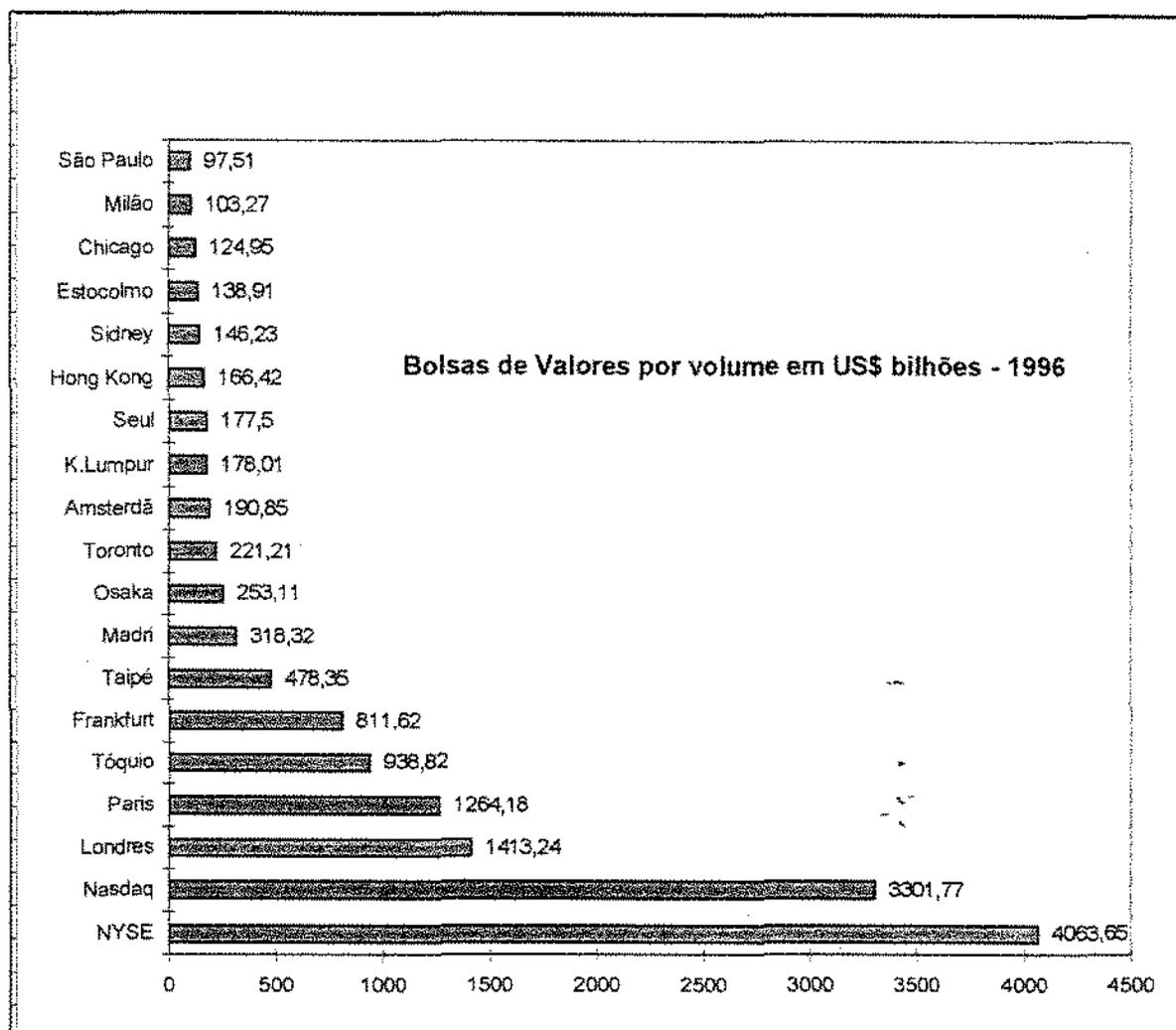
Fonte: FIBV

Um destaque dos anos 90 foi o crescimento dos negócios realizados na bolsa americana Nasdaq, criada em 1971 e totalmente informatizada a partir de 1984, incluindo a realização de cerca de um terço dos negócios através da Internet nos anos recentes. Esta bolsa

¹ Em dez/96, Alan Greenspan, presidente do FED alertou para a "exuberância irracional" dos mercados, causando alguns dias de baixa nas bolsas americanas e estrangeiras. Novamente em out/97, suas declarações no sentido de ser "irrealista" as expectativas de continuidade do movimento altista causaram retração do mercado acionário internacional.

transformou-se no grande centro de negociação de ações de empresas em fase de crescimento, notadamente as de setores com grande conteúdo tecnológico, americanas ou estrangeiras². Como pode ser observado no gráfico 4.2, em 1996 a Nasdaq atingiu o volume de US\$ 3,3 trilhões, apenas superada pela Bolsa de Valores de Nova York - NYSE, sendo a maior negociadora de americana de companhias estrangeiras.

Gráfico 4.2.



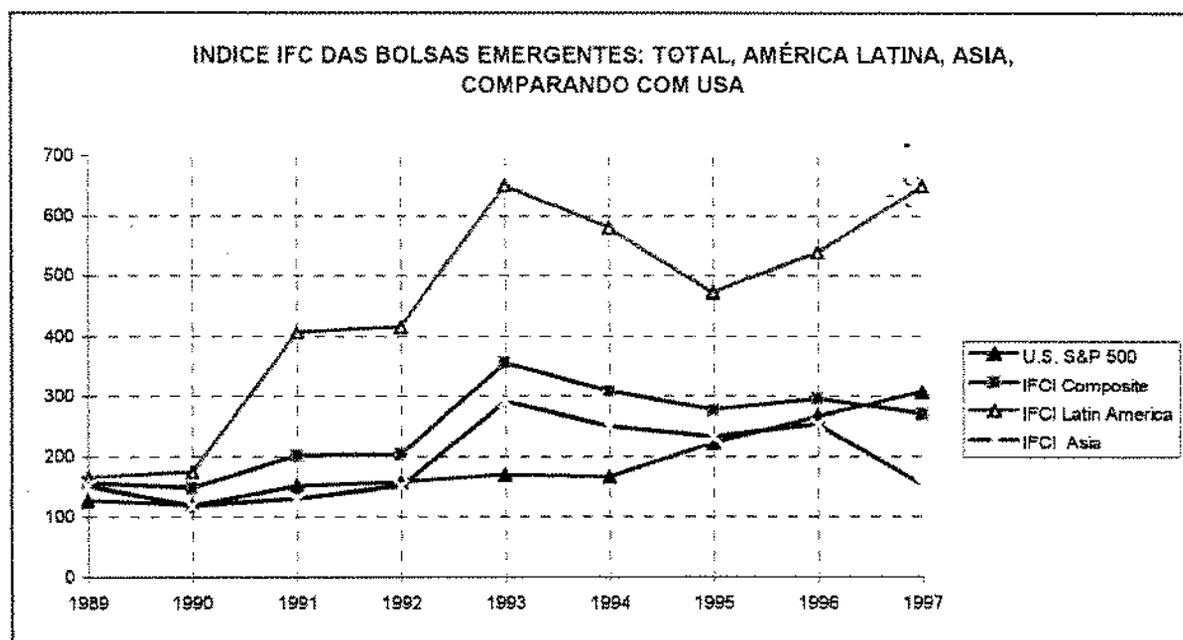
Fonte: FIBV

² Acerca da relevância da Nasdaq, por ocasião da reunião da "Cúpula dos Oito" realizada em Denver/USA em junho/97, o vice secretário do Tesouro Americano Larry Summers declarou "Nós dominamos ou temos liderança em todos os setores pós-industriais. Pensem na Microsoft no campo do 'software', na Federal Express em matéria de transporte ou na Nasdaq na área financeira. Os EUA são a potência indispensável." (in GZM, 13/jun/97).

Os países em desenvolvimento foram se integrando a esse movimento, recebendo expressivas entradas líquidas de capital para os mercados acionários. Isto estimulou a abertura de novas bolsas de valores, o aperfeiçoamento das já existentes e a privatização através das bolsas, resultando na atração de recursos externos adicionais. Muitas das bolsas desses países passaram a apresentar volumes que as colocaram entre as maiores do mundo, como também mostra o gráfico 4.2.

Segundo pesquisa da IFC, braço financeiro de investimento do Banco Mundial, o valor de mercado das 60 bolsas dos “países emergentes” sobre as quais possui informações, superou US\$ 2 trilhões³. Essa instituição elabora o índice IFC de mercados emergentes, com informações coletadas nas bolsas de 44 países, fazendo em cada um deles uma seleção das maiores empresas de capital aberto, ponderada pelo seu valor de mercado. Pode-se observar no gráfico 4.3. que, tomando-se como base 1988=100, o índice IFC regional para a América Latina apresentou desempenho bastante superior ao índice IFC total e mesmo ao índice US S&P 500 (EUA). Isso refletiu a recuperação macroeconômica da região, sua abertura comercial e financeira e o respectivo processo de privatização, que atraiu para as bolsas tanto o investidor doméstico como o estrangeiro.

Gráfico 4.3

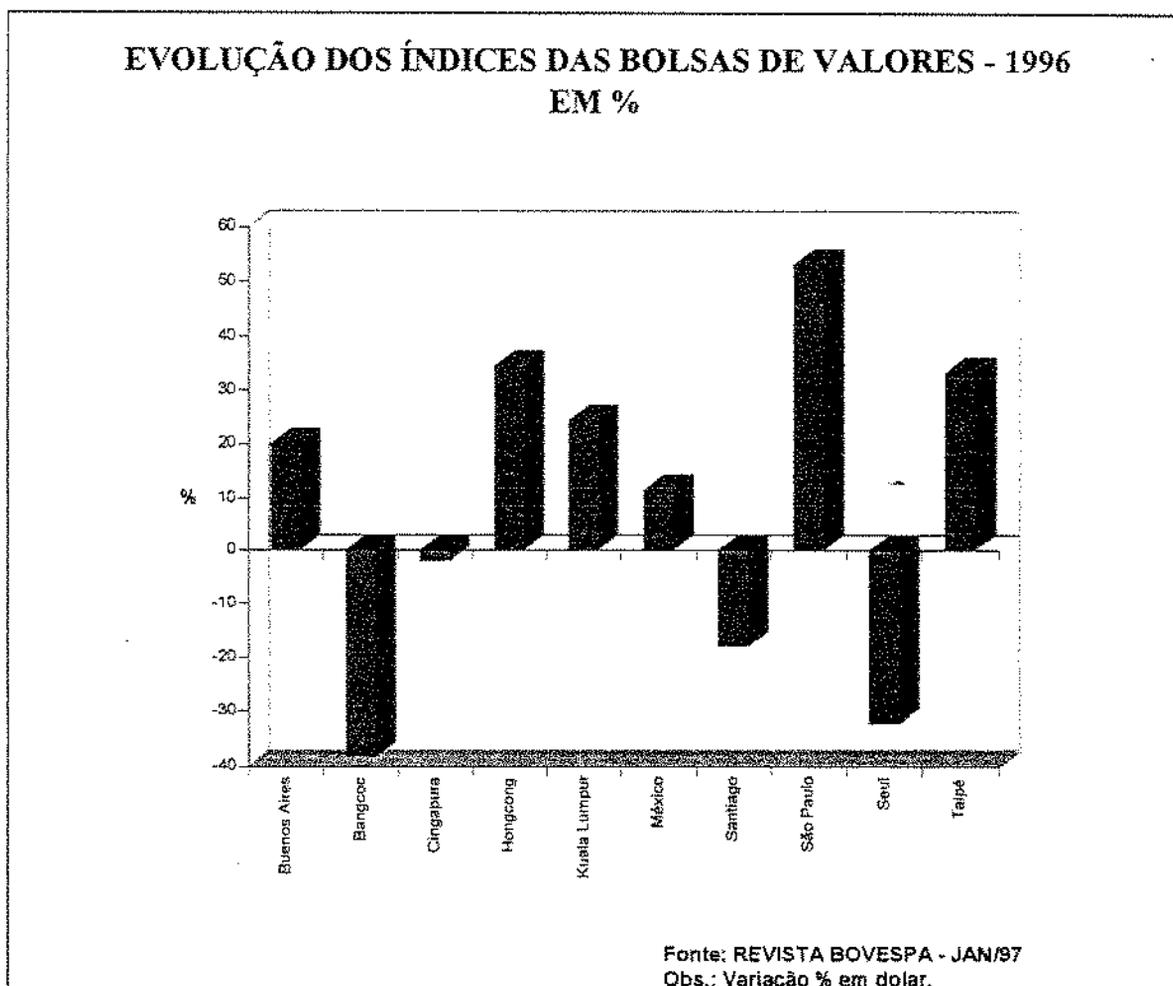


Fonte: IFC 1997 até 6/nov

³Informações divulgadas pelo The Wall Street Journal, reproduzido in GZM em 23/dez/95.

Pode-se ainda verificar no gráfico 4.3. que em 1996 ocorreu o reaquecimento do mercado acionário dos “países emergentes” em relação ao volume de 1995, cujo desempenho havia sido influenciado pelo impacto da crise mexicana, deslocando-se as negociações para os países desenvolvidos. A recuperação geral desses mercados em 1996 e até o primeiro semestre de 1997, deveu-se à tranquilidade gerada pelo apoio financeiro que os Estados Unidos deram ao México e à capacidade que este mostrou posteriormente em honrar seus compromissos financeiros com a comunidade internacional, às custas de um ajuste doméstico rigoroso. Adicionalmente, os juros internacionais baixaram.

Gráfico 4.4



A análise mais detalhada do comportamento das bolsas dos “países emergentes” em 1996, apresentada no gráfico 4.4., mostra, contudo, que alguns países do sudeste asiático

apresentaram queda, destacando-se as bolsas de Bangcoc e Seul, que já sinalizavam as dificuldades macroeconômicas que acabaram resultando em fortes turbulências nas bolsas e mercados cambiais dos países da região a partir de julho de 1997, impactando na sequência todo o mercado internacional.

4.2. O Mercado Acionário Brasileiro

A Bolsa de Valores do Rio de Janeiro foi a primeira a ser estabelecida no país, seguida pela Bolsa de Valores de São Paulo, ambas no final do século XIX. Essas instituições ganharam expressão a partir das reformas pós-64 que criaram a Lei de Mercado de Capitais e estimularam as bolsas com incentivos fiscais. Ao longo dos anos 80, a Bovespa foi superando a BVRJ em volume negociado, tendência que se aprofundou depois da crise decorrente da quebra do especulador Nahas em jun/89. As demais bolsas de valores, chamadas de regionais, com poucos negócios, interligaram-se à BVRJ, formando o Sistema Eletrônico de Negociação Nacional (SENN).

Em 1997, a estrutura de negociações com ações e seus derivativos estava composta por nove bolsas de valores, com cerca de 90% do movimento concentrando-se na Bovespa, uma bolsa de futuros, a BM&F, também de São Paulo, e um incipiente mercado de balcão organizado para ações - o SOMA, montado no Rio de Janeiro.

Discute-se no presente a possibilidade de uma reorganização do mercado bursátil brasileiro, com a fusão entre as bolsas de valores, incluindo reforma patrimonial, administrativa e do sistema de negociação, com o objetivo de ganhar maior competitividade frente a bolsas de outros países. Na realidade, as bolsas regionais só sobrevivem porque recebem anuidades das companhias abertas de sua área de jurisdição e a própria BVRJ se mantém em função de ter concentrado os leilões de privatização. Mas, há obstáculos patrimoniais e políticos relevantes para a realização da mencionada reorganização.

As bolsas de valores negociam basicamente ações à vista e respectivas opções. A BM&F negocia índice futuro e opções sobre o Ibovespa, além de outros contratos referenciados ao mercado cambial e monetário.⁴

Tabela 4.1.

Brasil: Volume Negociado nas Bolsas de Valores

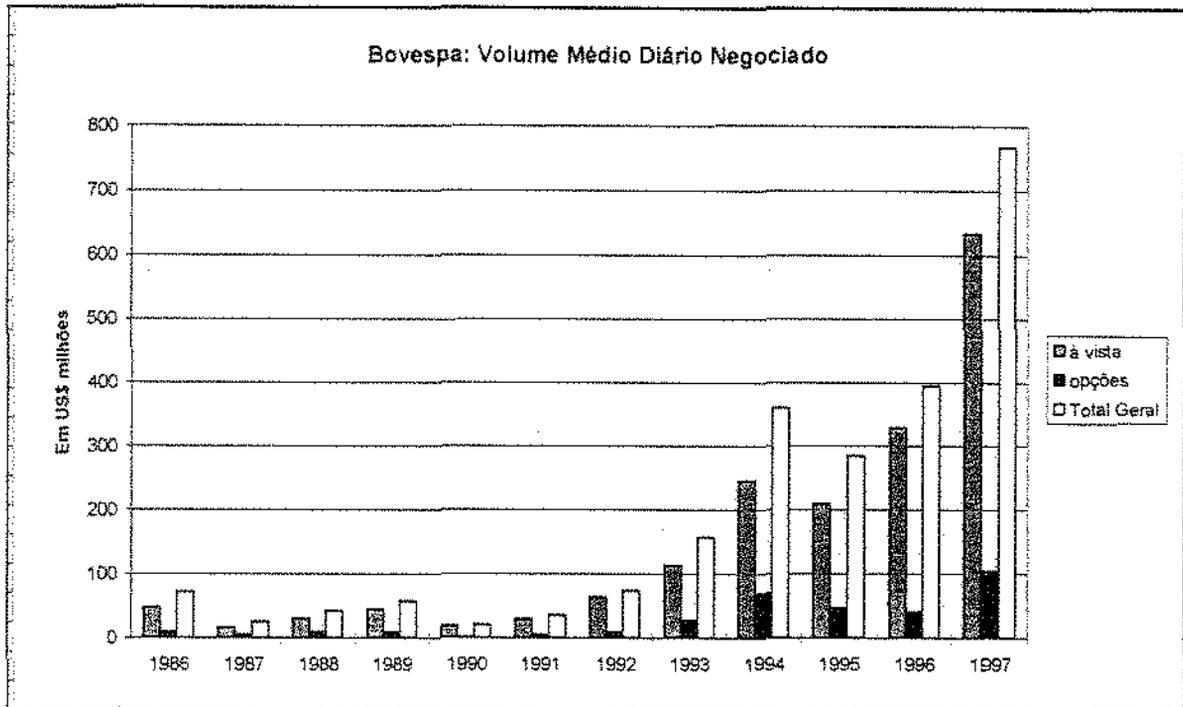
Ano	% da Bovespa	% da BVRJ/SENN	TOTAL US\$ Bi
1986	60	40	29,5
1992	67	33	23,7
1995	87	13	79,5
1996	84	16	115,5
1997	93	7	205,5

Fonte: CVM 1997- Dados preliminares

No período estudado, o mercado bursátil brasileiro sofreu consideráveis modificações. Em primeiro lugar, consolidou-se a tendência de ampliação dos volumes negociados em bolsa, iniciada em meados de 1991, quando da regulamentação do investimento institucional estrangeiro de *portfolio*. Esta foi, em boa parte, responsável pela nitida mudança de patamar de volume observada no mercado brasileiro. A abertura ao exterior produziu também transformações qualitativas, refletindo a resposta das instituições domésticas às exigências dos novos investidores.

⁴ O mercado de derivativos mais amplo será analisado no próximo item deste capítulo.

Gráfico 4.5.



Fonte: Bovespa

Esse aumento de volume negociado foi acompanhado de mudanças na participação dos diversos tipos de agentes. Além do esperado aumento da participação do investidor estrangeiro, verificou-se também expressivo aumento da participação das instituições financeiras. Isto se explica pelo aumento significativo de operações de curto prazo, com carteira própria, nas bolsas, incluindo operações com opções. Adicionalmente, grandes grupos empresariais, que investiam como empresas no mercado, passaram a atuar através de seus próprios bancos, criados a partir da regulamentação do banco múltiplo, como por exemplo o Banco Votorantim e o Banco Fibra, do grupo Vicunha.

O crescimento das operações em bolsa dos bancos foi acompanhado de um crescimento mais que proporcional do papel das corretoras ligadas aos bancos, implicando a redução do mercado das corretoras independentes. Entre 1994-96, o número de corretoras operando na Bovespa caiu de 87 para 76. Isto se explica pelo fato dos conglomerados financeiros conseguirem diluir parte dos custos fixos da atividade de corretagem dentro do conjunto de serviços oferecidos ao cliente, podendo então conceder descontos nas taxas de corretagens

serviços de análise de investimento de amplitude internacional, inviáveis às corretoras independentes.

A participação de pessoas físicas e empresas não-financeiras reduziu-se, de início pelos efeitos negativos da queda da bolsa após o Plano Cruzado, depois por uma política deliberada do governo e das instituições financeiras no sentido de encaminhar tais investidores para os fundos de investimento e fundos de pensão abertos.

Tabela 4.4

Participação no Volume Negociado da Bovespa, por Tipo de Investidor, em %

Ano	P.Jurídica	P.Física	I.Instituc.	Inst.Finan	I.Estrang.	Outros	TOTAL
1986	30	37	12	12	-	9	100
1989	26	32	14	20	-	8	100
1996	3	9	14	45	29	0	100
1997	4	10	20	40	26	0	100

Fonte: Bovespa

Como reflexo da redução da participação direta da pessoa física no mercado acionário, aumentou consideravelmente o tamanho médio dos negócios na Bovespa. Em 1990, ele foi de US\$ 5 mil, atingindo US\$ 58 mil em julho de 1997.

Verificou-se também, no período estudado, a concentração do crescente volume dos negócios em um número de ações cada vez menor, o que pode ser verificado na composição da carteira do Ibovespa (tabela 4.5.), o índice que acompanha a evolução média das cotações das ações⁵.

⁵A carteira teórica do Ibovespa foi criada em 1968. Ela é integrada por ações que, em conjunto, representaram 80% do volume transacionado à vista nos doze meses anteriores à formação da carteira. Para que sua representatividade se mantenha ao longo do tempo, é feita uma reavaliação quadrimestral, alterando-se a composição e peso da carteira. Consultar a publicação da Bovespa (1995)

Tabela 4.5.

CARTEIRA TEÓRICA DO ÍNDICE BOVESPA - IBOVESPA			
Anos selecionados 1986-96			
Ano *	PARTICIPAÇÃO DAS PRINCIPAIS AÇÕES		QTDE. AÇÕES
	Duas Principais	Cinco Principais	
1986	19%	31%	139
1989	51%	60%	67
1996	52%	66%	49

Fonte: Bovespa * posição em dezembro

De 1986 para 1989, a principal característica foi a diminuição do número de empresas privadas e a concentração dos negócios nas ações da Petrobrás e Paranapanema, que já eram as líderes. De 1989 para 1997, as estatais privatizáveis ascendem no *ranking* de volume negociado, destacando-se as ações da Telebrás (ordinárias e preferenciais), que encerram o ano de 1997 detendo 60% do volume total negociado (tabela 4.6).

A concentração dos negócios das bolsas locais nas operações com Telebrás e fato de que metade das ações dessa companhia disponíveis no mercado passou a ser negociada em Nova York, através de ADRs, fizeram com que os movimentos desta última bolsa passassem a ser um importante componente explicativo do movimento do mercado bursátil brasileiro.

Tabela 4.6

Ações mais negociadas na Bovespa e respectiva participação no volume total negociado

Anos Selecionados: 1990-97

1990		1992		1994		1997	
Empresa	%	Empresa	%	Empresa	%	Empresa	%
Petrobrás PP	17,6	Telebrás PN	54,8	Telebrás PN	40,1	Telebrás PN	55,9
Vale PP	16,2	Vale PN	7,7	Petrobrás PN	9,0	Petrobrás PN	5,4
Paranapan.PP	8,6	EletróbrásPNB	4,9	EletróbrásPNB	8,5	Eletróbrás ON	4,0
Paranapan.PN	8,6	Petrobrás PN	4,0	Eletróbrás ON	6,5	Telebrás ON	4,0
Telebrás PP	7,3	Usiminas PN	2,8	Vale PN	4,9	EletróbrásPNB	3,6
Cofap PP	1,5	Paranapan.PN	2,5	Cemig PN	2,4	Telesp PN	2,4
Aracruz PPB	1,5	Telesp PN	1,7	Usiminas PN	2,0	Cemig PN	2,1
Copene PPA	1,4	B.Brasil PN	1,4	Telesp PN	1,6	Vale PN	2,0
B.Brasil PP	1,3	Cemig PN	1,0	Telebrás ON	1,3	Brahma PN	1,2
Telebrás PN	1,3	Bradesco PN	1,0	Bradesco PN	1,0	Bradesco PN	1,1

Fonte: Bovespa

Um outro aspecto relativo à redução da importância das ações de empresas privadas nos negócios em bolsa foi o movimento de concentração econômica, que trouxe uma série de fusões e aquisições de empresas listadas, com forte desnacionalização. No caso do Grupo Paranapanema, houve uma megafusão, reunindo a própria Paranapanema, a Paraibuna, a Eluma, a Caraíba Metais, empresas de capital aberto que entram em processo de fechamento de capital, devendo restar apenas a líder Paranapanema. No setor bancário, as fusões estimuladas pelo Proer prejudicaram os acionistas minoritários do Nacional e do Econômico, ocorrendo uma expressiva desvalorização das ações, uma vez que este programa não previu qualquer ressarcimento aos minoritários quando a parte rentável das instituições passa para novo controlador.

Como exemplo de desnacionalização, tem-se a venda da Refripar para a Eletrolux, as vendas da Cofap e Metal Leve para o grupo alemão Mahle (e depois para um grupo italiano), a venda da Arno para o grupo francês SEB e a passagem do controle acionário do grupo Brasmotor para o grupo americano Whirlpool. De maneira geral, o controlador estrangeiro

não teve interesse em dinamizar os negócios de suas companhias nas bolsas domésticas, preferindo em alguns casos até fechar o capital.

Finalmente, como será discutido no capítulo 6, o movimento de abertura de capital das empresas privadas verificado no período de estudo foi pequeno, contribuindo para que os negócios no mercado secundário com essas companhias perdessem importância relativa⁶. Além disso, as aberturas de capital de algumas empresas privadas visaram principalmente o mercado externo, através de ADRs/GDRs, como o caso do Grupo Pão de Açúcar ou da Votorantin Celulose e Papel, disponibilizando menos ações no mercado doméstico.

Assim, o valor de mercado das 536 companhias negociadas na Bovespa, representativo do mercado brasileiro, correspondia a US\$ 255 bilhões em dezembro de 1997, sendo composto em sua maior parte por empresas estatais a serem privatizadas, caso da Telebrás e Eletrobrás, ou privatizadas recentemente, como a CVRD, a LIGHT e a CSN, como pode ser observado na tabela 4.7. De acordo com a Bovespa, 59% do referido valor total de mercado referiam-se a empresas estatais.

⁶ Um estudo de Coradi, C. da Consultoria EFC comparou e encontrou semelhanças entre o período de pico das bolsas de 1971 e o dos anos recentes no que tange à "escassez de ações", ou seja cresceu consideravelmente o volume financeiro negociado, mas o número de companhias listadas não acompanhou o movimento. Consultar jornal GM de 10/jul/1997.

Tabela 4.7.

Valor de Mercado das Companhias Abertas - US\$ bilhões

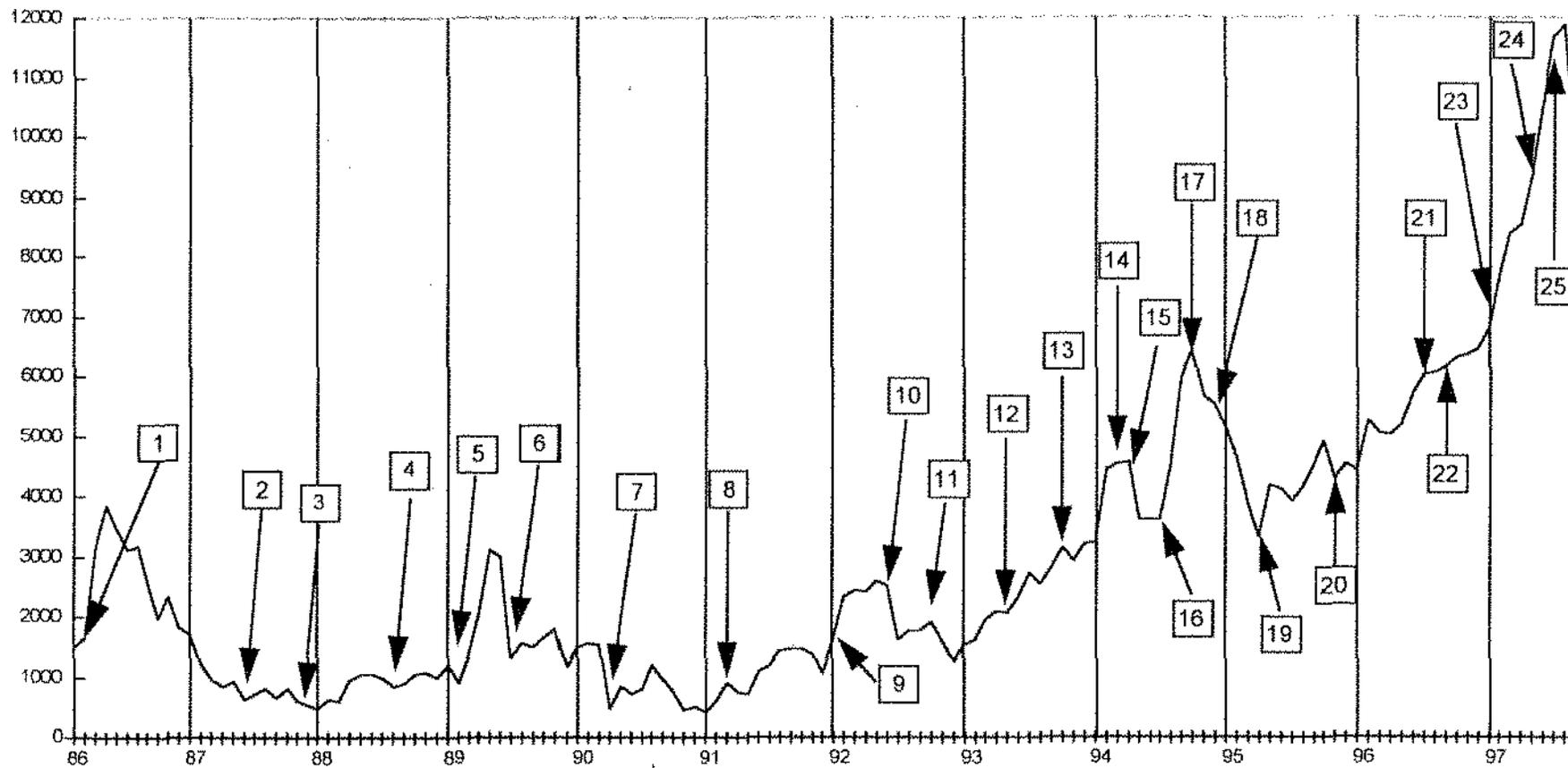
Cias. do Ibovespa	Dez-1995	Dez-1996	Dez-1997
Telebrás	13.723	24.024	35.029
Eletróbrás	14.536	19.552	26.835
Petrobrás	6.465	14.823	21.075
Telesp	7.423	11.495	14.106
Vale do Rio Doce	10.786	9.160	7.511
Bradesco	5.213	6.644	9.261
Banco do Brasil	1.127	6.356	4.886
Cemig	2.741	4.670	5.288
Brahma	2.901	4.116	4.724
Itaubanco	3.261	4.794	5.221
Eletropaulo	-	-	6.950
CESP	2.412	3.871	5.058
Light	3.323	3.689	4.328
Total Cias. do Ibovespa	97.290	141.970	183.776
Total Geral	147.560	216.927	255.409

Fonte: Bovespa

Com relação ao comportamento do preço médio das ações, medido pelo Ibovespa deflacionado pelo dólar⁷, verificou-se um período de baixa prolongada após o fracasso do Plano Cruzado (ver gráfico 4.6.). Em 1989, há um período de alta artificial e queda subsequente devido às operações do especulador Nahas. A baixa dos preços aprofundou-se com a supressão da liquidez da economia engendrada no Plano Collor e a subsequente recessão com altas taxas de juros.

⁷ Embora o Ibovespa seja o índice de preços mais importante, pela preponderância da Bovespa sobre as outras bolsas, existem outros índices como o IBVRJ, o ISENN, com metodologia semelhante, e os índices FGV-100, que acompanha as companhias privadas e o recente IBX da própria Bovespa que acompanha o comportamento médio das 100 mais negociadas. A valorização do Ibovespa em dólar a partir de julho/94 foi contaminada pela valorização do real em relação ao dólar.

Evolução do Ibovespa em US\$: Jan/1986 a Set/1997



1. Plano Cruzado (fev./86)
2. Plano Bresser (jun./87)
3. Crise da Bolsa de NY (out/87)
4. Nova Constituição
5. Plano Verão (jan./89)
6. Caso Nahas (jun./89)
7. Plano Collor 1 (mar./90)
8. Plano Collor 2 (fev./91)
9. Acordo com o FMI (jan./92)

10. Acusação de Pedro Collor (mai./92)
11. Impeachment do Presidente Collor (set./92)
12. FHC é nomeado Ministro da Fazenda (mai./93)
13. CPI do orçamento (out./93)
14. Anúncio de medidas de ajuste fiscal e fundo social de emergência (jan./94)
15. FHC assume candidatura à presidência. Lula lidera as pesquisas. (abr./94)
- Aumento das taxas de juro americanas (mai/94)

16. Introdução do Real (jul./94).
17. FHC vence as eleições (out./94)
18. Crise do México (dez./94)
19. Medidas recessivas (abr./95)
20. Relaxamento de medidas recessivas (nov/95)
21. Forte entrada de recursos externos (96)
22. Campanha da Reeleição (2º sem./96)
23. Aprovação da Emenda da Reeleição (jan./97)
24. Privatização da Vale (mai./97) e corrida aos fundos e renda variável (1º sem./97)
25. Crise do Sudeste Asiático (jul./97)

A partir de 1992, formou-se uma tendência de alta, decorrente do acordo com o FMI e da entrada de recursos externos. Esta alta foi interrompida pelo escândalo que levou ao *impeachment* do presidente Collor, pela liderança do candidato Lula às eleições de 1994 e pela crise do México de dezembro de 1994 (refletida em 1995), mas foi reafirmada pelo sucesso do Plano Real em manter a estabilização monetária e pela vitória do candidato governista para a presidência.

Em 1997, o Ibovespa apresentou uma excepcional valorização no primeiro semestre, em função da aprovação da emenda da reeleição, do volume das privatizações, da redução da taxa de juros e do conseqüente movimento dos investidores em direção aos fundos de renda variável. Tal movimento de valorização atingiu 94% nominais acumulados até 8 de julho, a partir de quando, as bolsas de valores passaram a sofrer bruscas oscilações, como desdobramento do já mencionado movimento iniciado no sudeste asiático.

Em outubro de 1997 o Ibovespa apresentou um queda real em dólar da ordem 24,3%, sendo que no dia 27, frente a quarta maior queda de sua história - 14,9% - a Bovespa anunciou que "acionaria mecanismos de parada das negociações em caso de ocorrência de movimentos abruptos de mercado" e alterou o horário do pregão para coincidir com as negociações de Nova York⁸. Posteriormente, o BNDES abriu uma linha de US\$ 1 bilhão para que as empresas privadas recomprassem suas próprias ações na bolsa, com o objetivo de sustentar o mercado⁹, sendo que a CVM ampliou o limite máximo de ações próprias em tesouraria de 5% para 10%.

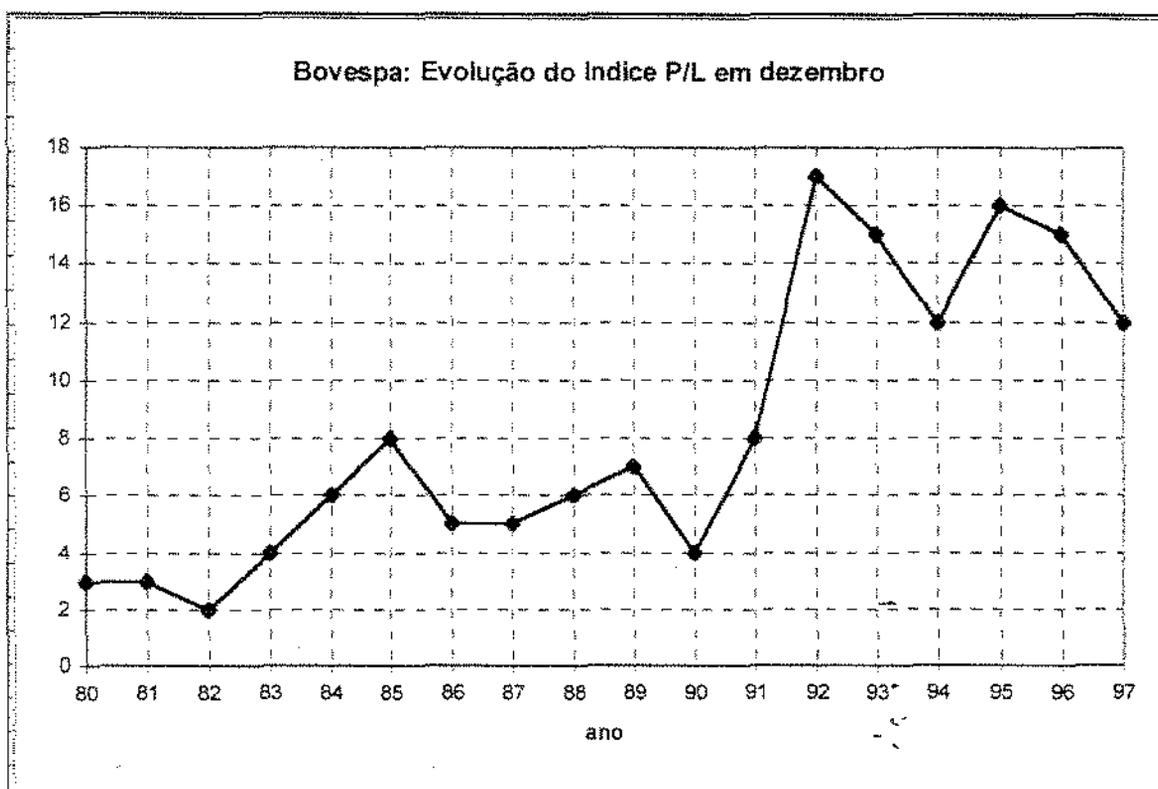
Apesar das turbulências do segundo semestre de 1997, o Ibovespa ainda apresentou a expressiva valorização anual de 35% em termos de dólar.

⁸ Sobre os acontecimentos de out/97, consulta Rev. Bovespa de nov/97 e Informe Técnico da Bovespa(1997).

⁹ A intervenção do governo no mercado de renda variável tradicionalmente era feita através de movimentações dos fundos de pensão de empresas públicas. Com o crescimento da carteira do Bndespar (US\$11 bilhões em ago/97), o início da privatização e as críticas à ingerência nos fundos de pensão, verificou-se um deslocamento progressivo para a atuação do governo no mercado através das operações através do sistema BNDES/Bndespar. A atuação dessa instituição no mercado de capitais será também discutida no capítulo 6.

O comportamento dos preços relativos, medido pelo Índice Preço/Lucro mostra que houve no período estudado uma valorização das ações, frente aos resultados econômicos que as respectivas companhias ofereceram (gráfico 4.7.). Em outras palavras, os investidores estiveram dispostos a pagar mais por unidade de lucro gerada pelas companhias listadas em bolsa, notadamente as mais negociadas. Isto deveu-se ao aumento da demanda por ações das empresas privatizáveis e à redução do "risco Brasil" no ambiente de estabilização monetária.

Gráfico 4.7.



Fontes: Unibanco e Citibank 1997- em setembro

4.3. Derivativos

O mercado global de derivativos compreende o conjunto de valores mobiliários ou de contratos que derivam de outros títulos ou contratos básicos, correspondendo principalmente aos mercados a termo, de opções, de futuros de ações, índices e mercadorias e contratos de *swaps*. São negociados em bolsas de valores e de futuros ou em mercados de balcão, organizados ou não.

Os derivativos são utilizados pelos investidores para montagens de sofisticadas operações, cujos objetivos podem ser agrupados nos seguintes tipos: a) proteção de parte de suas carteiras contra as incertezas, o que é chamado de operação de *hedge*; b) ampliação do potencial de retorno das aplicações às custas de um maior risco, o que é chamado de operação de avalancagem ou especulativa; c) aproveitamento de diferenciais de preço e demais condições, caracterizando operações de arbitragem; d) montagem de operações financeiras com características de renda fixa¹⁰, notadamente por parte de instituições financeiras, e e) viabilizar operações entre praças financeiras com práticas e estruturas diferentes. Subsidiariamente, o comportamento dos mercados futuros transformou-se em instrumento de previsão tanto para investidores, como para os próprios governos.

A negociação com futuros de mercadorias é bastante antiga, sendo que a negociação sob a forma moderna de bolsas começou em Chicago/USA em meados do século passado, com a negociação de preços de produtos agrícolas. Mas, o crescimento explosivo dos derivativos deu-se pela introdução dos ativos financeiros, de início referenciados a taxas de câmbio, depois a taxas de juros e demais contratos básicos. Minsky (1994) afirma que a “a demanda por proteção contra flutuações cambiais era desnecessária nos tempos em que o conteúdo de ouro das moedas determinava uma banda estreita de flutuação para as moedas ou em que o sistema de Bretton Woods conseguia manter taxas de câmbio amplamente estabilizadas”. Mas, depois desse período, posições em moedas estrangeiras e ativos denominados em

¹⁰ Uma das operações mais utilizadas é chamada de *box*, ou seja, compra e venda simultânea de opções de compra e venda de mesma maturidade e preços de exercício combinados, tendo como resultante uma operação de renda fixa.

moeda estrangeira passaram a demandar instrumentos de proteção e alavancagem, tendo em vista as crescentes oscilações cambiais.

De acordo com o BIS (1997), a negociação de derivativos financeiros começou nos Estados Unidos nos anos 70 e ao longo dos anos 80 foi sendo introduzida nas principais economias do mundo. O volume mundial de derivativos financeiros negociados em mercados organizados em 1995 atingiu o patamar dos US\$ 327 trilhões. No mesmo período, o volume negociado no Brasil atingiu US\$ 3,6 trilhões, ou seja cerca de 1% dos negócios mundiais¹¹. Além desses valores relativos aos contratos negociados em bolsas e mercados de balcão organizados, existem volumosas operações com derivativos não padronizados, realizadas privadamente, sem registro público e muitas vezes às margens da regulação.

Tabela 4.8.

Mercado Internacional de Derivativos, negociados em mercados organizados - US\$ trilhões

Grupo/país	1986	1990	1992	1993	1994	1995
Todos	40,8	123,4	181.9	225.1	342.5	327.5
Países G-10*	39.8	116.2	170.5	211.1	315.5	300.9
USA	31.4	65.6	101.7	112.4	174.5	160.4
Japão	5.9	29.2	25.9	39.0	55.5	54.2
Outros	1.0	7.2	11.4	14.0	~ 27.0	26.6

Fonte: BIS (1997) * USA, Japão, Inglaterra, França, Alemanha, Canadá, Holanda, Suíça, Bélgica, Itália e Suécia

O mercado de derivativos apresenta riscos de diversas naturezas. Duarte (1997) destaca quatro grande categorias de risco: a) risco de mercado; b) risco legal; c) risco operacional e d) risco de crédito. O primeiro risco relaciona-se a mudanças abruptas nas condições de mercado das principais variáveis, como as taxas de câmbio e de juros. O risco operacional refere-se a falhas internas dos participantes do mercado com relação a sistemas, controles e

¹¹ Os fantásticos números apresentados pelos mercados de derivativos devem ser analisados com cuidado. Como destacou Robert Merton (in Rev. Bovespa de out/97), os valores dos negócios representam as quantias referenciais movimentadas, não o volume real de recursos aplicados, sendo este muito difícil de apurar.

práticas de gestão. Os riscos legais referem-se ao cumprimento da regulação e mudanças nesta. Finalmente, o risco de crédito relaciona-se à capacidade dos participantes honrarem seus contratos, risco este concentrado nas *clearing houses*, ou seja as instituições onde são feitas as garantias dos contratos, as liquidações financeiras e o controle do risco dos participantes do mercado.

No período analisado, o mercado internacional de derivativos sofreu alguns impactos decorrentes da materialização de alguns desses riscos. O primeiro a destacar foi o colapso do mercado de ações e respectivos derivativos, na Bolsa de Nova York em 1987, que resultou num volume de liquidações financeiras que as *clearing houses* não haviam vivenciado antes. Outro foi a queda do mercado acionário japonês no começo de 1995, que desencadeou o colapso do Banco Barings, que atuava ativamente nas bolsas de Osaka e Cingapura¹². Outro caso relevante foi a perda de cerca de US\$150 milhões por parte da Procter & Gamble, com contratos de *swaps* feitos com o banco Bankers Trust, mostrando que mesmo as grandes empresas não tinham a correta percepção e controle sobre os riscos desse tipo de operação.

Após a superação dos impactos generalizados que eventos como esses trouxeram ao mercado, a comunidade financeira internacional procurou fortalecer as salvaguardas financeiras do sistema, preocupando-se com as *clearings houses*, com os serviços de custódia e com o registro contábil e divulgação aos acionistas e autoridades dos valores e riscos dos contratos em aberto, tanto nas instituições financeiras, como nas empresas. Ou seja, a resposta do mercado internacional e das autoridades monetárias foi a de aumentar o controle e o registro dos riscos inerentes a essas operações¹³, não reprimindo a tendência de crescimento do número e tipo de contratos e seus respectivos volumes financeiros, configurando um fluxo de inovações financeiras que ampliam a liquidez internacional¹⁴.

¹² Para um aprofundamento da análise sobre esses acontecimentos, consultar o estudo do BIS (1997).

¹³ A atual importância econômica do cálculo do risco nos derivativos justificou a conferência do prêmio Nobel de Economia de 1997 a dois economistas americanos - Myron Scholes e Robert Merton - que desenvolveram modelos de precificação de opções e a relação entre risco de mercado e risco de crédito. Sobre esse assunto, consultar o artigo técnico de Sanvicente (1997) e entrevista concedida por Merton após receber o prêmio, publicada in Rev. Bovespa de out/97.

¹⁴ Sobre a crescente importância dos derivativos na criação de liquidez internacional, consultar Pastore (1997) e Weber (1997).

O esforço desenvolvido pelos órgãos reguladores e pela auto-regulação do mercado para reduzir alguns tipos de risco do mercado de derivativos não puderam, contudo, evitar que, ao longo do segundo semestre de 1997, ocorressem perdas expressivas com derivativos nas principais praças financeiras do mundo por conta da materialização do risco de mercado. Ou seja, houve uma reversão abrupta das expectativas e das condições de mercado, em decorrência da crise do Sudeste Asiático, havendo a realização de perdas e expressivas chamadas de margem de garantia, o que obrigou os investidores a se desfazerem de suas posições à vista para o respectivo pagamento, deprimindo ainda mais os mercados internacionais, inclusive o mercado brasileiro, cujo desenvolvimento será comentado a seguir.

4.4. O Mercado de Derivativos Brasileiro

Os primeiros derivativos negociados no Brasil corresponderam aos contratos a termo, regulamentados pela Resolução no. 39 do Conselho Monetário Nacional - CMN, editada em 1966. Em 1970 foram registradas as primeiras operações, ocorrendo a partir daí e até a primeira metade da década seguinte intensa negociação, tanto na Bovespa quanto na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro-BVRJ. A partir da segunda metade dos anos 80, ocorreu uma acentuada queda no volume negociado no mercado a termo, principalmente em razão da aceleração da inflação.

Outro produto derivativo que surgiu ainda nos anos 70 foi o contrato futuro de ações, regulamentado pela CVM em 1981. Em oposição aos contratos a termo, os contratos futuros eram padronizados, com datas de vencimento estabelecidas pelas bolsas. As operações com contratos futuros de ações foram intensamente realizadas no início dos anos 80, principalmente na Bolsa do Rio de Janeiro, mas foram sendo superadas pela expansão dos negócios com opções, introduzidas pela Bovespa em 1979. Os negócios com contratos futuros de ações foram interrompidos a partir de 1987.

A primeira regulamentação sobre opções surgiu com a Instrução CVM nº.14/80, posteriormente complementada pela Instrução CVM nº.25/82. A implantação do mercado

de opções surgiu a partir dos trabalhos de um grupo técnico da Bovespa que estudou a experiência do mercado de opções lançado em 1972 pela americana AMEX. A idéia era alavancar os negócios da Bovespa com o novo produto, fazendo maior concorrência à BVRJ, que na época detinha maior volume de negócios e acabara de lançar o mercado futuro de ações. Inicialmente, as negociações eram restritas às opções de compra cobertas, sendo que em 1980 a Bovespa autorizou as opções de compra descobertas. As opções de venda foram abertas à negociação em 1984.

Para aumentar a atratividade das opções frente ao então já intenso mercado de futuros do Rio de Janeiro, a Bovespa ofereceu uma série de vantagens financeiras. Houve o alargamento do prazo de liquidação das operações e a introdução da remuneração das margens de garantia. Estas, por sua vez, eram baixas - duas vezes o prêmio médio, sem valor mínimo- , permitindo boa alavancagem para os investidores.

O esforço de fomento desenvolvido pela Bovespa frutificou e o mercado de opções desenvolveu-se progressivamente. Acompanhou a recuperação do mercado à vista, a partir de 1984, e cedeu relativamente menos na queda de meados de 1986, que foi decorrente do fracasso do Plano Cruzado. A própria BVRJ viu-se estimulada a desenvolver o mercado de opções, em detrimento do até então intenso mercado futuro de ações. Ocorreu na época uma espécie de guerra entre as duas bolsas, na disputa por maior volume de negócios. Nesse processo, foram feitas muitas flexibilizações de regras e controles, que resultaram no surgimento de operações muito alavancadas e em anormal concentração de posição, via atuação em grupo, pondo em risco o mercado, assunto que será discutido adiante.

Tabela 4.9

Volume Negociado na Bovespa: Participação do Mercado à vista e dos Derivativos - em %

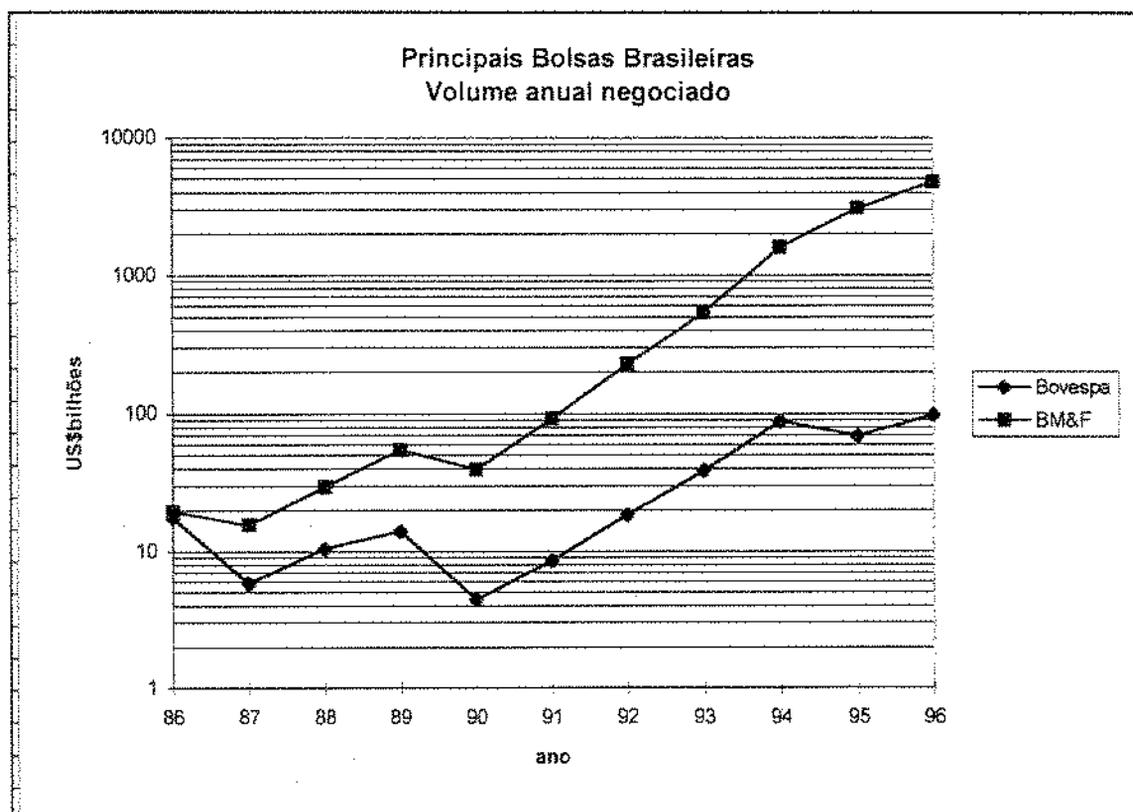
Período	À vista	Opções	Termo	Futuros/outros
1980	94	2	4	0
1982	55	30	2	13
1986	73	13	14	0
1988	77	21	2	0
1990	95	3	2	0
1994	80	19	0	0
1997	82	13	1	4

Fonte: Bovespa

Considerado consolidado o mercado de opções, a Bovespa passou a desenvolver trabalhos técnicos para a montagem de uma bolsa de futuros independente, o que resultou na criação da Bolsa de Mercadorias e Futuros - BM&F, estruturada com base na americana Chicago Mercantile Exchange. Em 1986, ocorreu o início das operações, tendo a própria Bovespa com o sócio-instituidor. Posteriormente, em 1991, a BM&F incorporou a tradicional Bolsa de Mercadorias de São Paulo, que negociava mercadorias agrícolas desde 1917 e derivativos sobre estas desde metade dos anos 80. Em 1997, houve a incorporação da Bolsa Brasileira de Futuros-BBF do Rio de Janeiro, que havia sido montada mas não conseguia concorrer com a BM&F.

Seguindo a tendência internacional, a BM&F expandiu rapidamente seus negócios com ativos financeiros, introduzindo progressivamente novos produtos, negociados em pregão ou no sistema eletrônico. Em poucos anos, a BM&F tornou-se uma das maiores bolsas de derivativos no mundo, ocupando em 1996 o 4o. lugar no ranking mundial, em termos de contratos negociados, envolvendo um volume médio financeiro de cerca de US\$ 19 bilhões/dia em 1996, ainda bastante distante da 3a. colocação, da Bolsa de Futuros de Londres (LIFFE), que atingiu o volume de US\$ 280 bilhões/dia no mesmo período.

Gráfico 4.8.



Fontes: Bovespa e BM&F

Desde a introdução do Plano Real, o volume financeiro médio diário na BM&F apresentou crescimento expressivo (gráfico 4.8.), não crescendo ainda mais porque o governo proibiu por algum tempo que os investidores estrangeiros, através do Anexo IV, operassem nesse mercado. Com preços estáveis, ocorreu o alongamento dos meses de negociação nos contratos futuros, o que abriu melhores perspectivas para os contratos agrícolas, ainda de pouca expressão no conjunto de negócios da BM&F¹⁵.

A observação da tabela 4.10. evidencia que os negócios com os diversos ativos financeiros na BM&F variaram de acordo com as principais incertezas da conjuntura econômica. Assim,

¹⁵ De acordo Manoel Cintra, eleito presidente da BM&F para o período 1997-98, a pequena presença dos negócios com ativos agrícolas decorreu do passado inflacionário, que não permitia formação de preços a longo prazo, da sucessivas intervenções no mercado, como a aplicação de tablitas, e, por fim, a própria política de preços mínimos, que desobrigava o produtor de usar mecanismos de proteção de preço. Consultar a Rev. Anbid-Fundos de Investimento de mar/97.

após o Plano Cruzado, os negócios concentram-se nos contratos de juros, cuja política foi muito oscilante. Em 1989, o País encontrava-se à beira da hiperinflação, concentrando-se os negócios em ouro. Após o Plano Real, as variáveis fundamentais ao mercado, foram as taxas de câmbio e de juros.

Em 1997, as incertezas com relação à necessidade de uma desvalorização cambial mais acentuada, notadamente depois dos problemas cambiais dos países do sudeste asiático, levaram ao aumento da participação dos negócios com taxa de câmbio.

Tabela 4.10.

BM&F: Distribuição do Volume Negociado por Tipo de Ativo
Anos Selecionados: 1986-97 - Em %

Ano	Ouro	Dolar	Ibovespa	Tx.Juros	Agrícolas	Swaps	Outros
1986	3	0	38	58	1	-	-
1989	50	12	35	2	1	-	-
1994	2	17	7	61	2	10	1
1996	0	25	6	58	0	7	4
Ago/97	0	34	7	48	0	8	3

Fonte: BM&F e CVM

Finalmente, ao conjunto de operações com derivativos realizadas no Brasil, juntaram-se as operações em mercado de balcão, especialmente os *swaps*. As primeiras operações ocorreram a partir de 1992, através da Resolução CMN no.1921, que permitia operações de *swap* no mercado internacional, para *hedge* de taxa de juros. A Resolução CMN no.2042, editada dois anos depois, permitiu que fossem feitas operações também no mercado doméstico, desde que ocorresse o registro na Central de Liquidação e Custódia de Títulos Privados (Cetip), constituindo-se, então, o mercado de balcão organizado. No ano seguinte, 1995, foram autorizadas para negociação na Cetip as operações com opções de compra não padronizadas - *warrants* - regulamentadas pela Resolução CMN no.2149 de 1995.

Ao final de 1996, o volume total de derivativos negociado em mercados organizados no Brasil superou US\$ 5,5 trilhões, sendo que os negócios realizados através da BM&F corresponderam a 85% do total (tabela 4.11.). Observou-se considerável intensificação do uso de derivativos nos últimos anos, principalmente por parte das instituições financeiras e dos administradores de portfólio. Outra tendência verificada foi o já mencionado alongamento dos prazos dos contratos, após a estabilização da moeda decorrente do Plano Real, implantado em 1994.

Tabela 4.11.

MERCADO DE DERIVATIVOS BRASILEIRO

Volume negociado na Bovespa, BVRJ/Senn, Cetip e BM&F, 1992-1996, em US\$ bilhões

Ano	Opções Bovespa	Opções BVRJ/Senn	Swap Cetip	BM&F	Total dos Derivativos
1992	2	1	-	227	230
1993	7	1	-	532	540
1994	17	3	258	1.577	1.855
1995	11	2	547	3.044	3.604
1996	10	2	767	4.744	5.523
1997-1º.sem	9	1	550	3.340	3.900

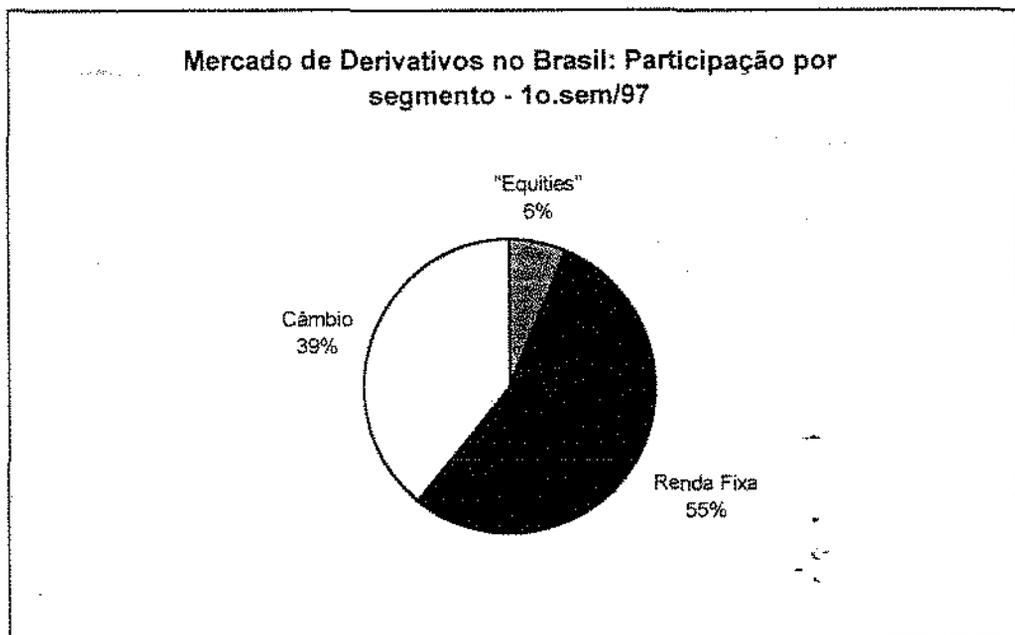
Fonte: Bovespa, Cetip e BM&F

Predominaram, no período estudado, as operações referenciadas nos mercados de renda fixa e cambial. Os negócios com opções de ações e futuro e opções de índices de ações - *equity derivatives* - corresponderam a 6% do volume financeiro total movimentado no primeiro semestre de 1997. A tendência, contudo, foi de um aumento da participação do segmento *equities*, devido ao próprio crescimento da importância do mercado acionário dentro do mercado de capitais brasileiro, à profissionalização da gestão de recursos via carteiras administradas e fundos de investimento, que propicia a difusão do uso de derivativos, à flexibilização dos impedimentos a que o investidor estrangeiro de *portfólio*

estava sujeito, e à atuação marcante do Bndespar, que montou operações para promover liquidez a sua carteira e também para sustentar o mercado em momentos de crise.

No caso da recente crise do sudeste asiático, o BNDESpar vendeu, em setembro de 1997, opções de venda de 2,5 bilhões de ações Telebrás-PN a R\$132,00/mil para fev/1998, enquanto o mercado à vista estava em R\$ 123,00/mil, oferecendo um *hedge* para os investidores e procurando frear movimentos de baixa do mercado à vista, o que não interessava ao próprio governo em função do processo de privatização, assunto do capítulo seguinte.

Gráfico 4.9.



Fonte Interlink.

Apêndice: O “Caso Nahas” e seus desdobramentos

Como foi comentado anteriormente, a disputa entre as bolsas de São Paulo e Rio de Janeiro no início dos anos 80, levou a uma série de flexibilizações com relação ao cumprimento das regras operacionais. Uma das mais utilizadas pelos investidores foi o mecanismo chamado de D+0, ou seja, um mecanismo de liquidação extra-bolsa, onde ocorria a transferência imediata dos títulos para o comprador¹⁶, viabilizando a venda dos mesmos, quando ainda não havia ocorrido sua respectiva liquidação financeira. O D+0 também se caracterizava quando o vendedor de uma posição recebia no mesmo dia os recursos da venda e realizava a transferência do título em 5 dias. Esse esquema propiciava excepcional alavancagem.

Em 1988, um grupo de investidores liderado pelo mega-investidor Nahas¹⁷, utilizando o esquema anterior, montou uma cadeia de operações altamente especulativa e arriscada no mercado de opções, que acabou elevando artificialmente o mercado à vista, em baixa desde maio/86. O grupo começou a operar em São Paulo, mas posteriormente se transferiu para a bolsa do Rio de Janeiro, quando a Bovespa começou a cercear suas atividades, obrigando-o à diminuição de posições em aberto e ao depósito de margens em dinheiro.

Em junho de 1989, os agentes “financiadores” romperam com Nahas e o investidor quebrou, levando consigo os demais investidores e seis corretoras, comprometendo a saúde financeira da BVRJ e envolvendo instituições de porte, como o Crefisul e o Société Générale. O acontecimento abalou todo o mercado de capitais, gerando uma crise de credibilidade, o que levou um conjunto de instituições financeiras a prestarem apoio financeiro a alguns agentes para que o efeito não se ampliasse. A CVM entrevistou,

¹⁶ Na época, as operações eram normalmente liquidadas - pagamento e entrega dos títulos - em 5 dias, ou seja D+5. Assim, o mecanismo D+0 era uma forma de financiamento concedido por corretoras ou bancos.

¹⁷ Outro investidor apontado pela CVM como participante do esquema foi Elmo de Araujo Camões Filho, da Corretora Capitânea, filho do então presidente do Banco Central Elmo Camões.

abriu inquéritos administrativos para punição dos envolvidos¹⁸ e suspendeu o mercado de opções até outubro de 1990.

Como reflexo dessa crise, as instituições de mercado, e particularmente as bolsas, passaram a ser mais cautelosas com relação ao cumprimento dos regulamentos de operações, estruturas de garantias e administração de risco. Em 1992, a Bovespa detectou manipulação do mercado por parte do Banco Garantia e aplicou punições.

Com relação à regulamentação, em 1990 foram feitos aperfeiçoamentos como a Resolução CMN no.1.655, para disciplinar o funcionamento das sociedades corretoras, proibindo-as de realizar operações que caracterizassem financiamento a clientes e a Resolução CMN no.1.656, do mesmo ano, para disciplinar o funcionamento das bolsas de valores, incluindo a obrigação de constituição de um fundo de garantia para cobrir prejuízos de clientes. A CVM promoveu alguns ajustes na regulamentação dos derivativos, como a definição de limites mínimos para as garantias nos mercados de opções, termo e futuros, delegando às bolsas a liberdade de definir margens superiores.

Com a crescente presença do investidor estrangeiro no mercado de ações e derivativos nos anos 90, ocorreu a necessidade de que os mecanismos de administração de risco e controle de garantias dos investidores atingissem padrão internacional, para evitar uma maior transferência da liquidez para as praças estrangeiras. Nesse sentido, a Bovespa implantou, entre 1996 e 1997, o sistema CM-TIMS, adquirido da Options Clearing Corporation - OCC, a maior *clearing* de derivativos americana. O referido sistema consolida a posição de risco de clientes e corretoras nos diversos segmentos negociados na Bovespa, tendo funcionado adequadamente por ocasião das bruscas oscilações do 2o. semestre de 1997, decorrentes dos impactos da crise do sudeste asiático.

¹⁸ Nahas foi julgado culpado pela CVM em 1994 devido à "criação de condições artificiais no mercado, alterando o fluxo de papéis em bolsas de valores", recebeu multa equivalente a mais de US\$ 12 milhões, da qual recorreu a ainda não pagou. Em out/97 a Justiça Federal condenou o especulador a 24 anos e oito meses de prisão por crime contra o sistema financeiro, e mais sete acusados, com penas menores, incluindo o presidente da Bovespa na época, Eduardo Rocha Azevedo que teria pressionado os financiadores para quebrar Nahas. Acerca do caso, consultar Rev.CVM no. 25 de set-dez/1995 e os jornais FSP de 26/nov/96 e GZM de 27/nov/96 e 14/out/97.

Contudo, ainda não existe uma consolidação de risco entre a Bovespa e a BM&F, onde estão as maiores posições. Isto seria obtido com a criação de *clearing* independente, nos moldes da americana OCC, que consolida a compensação e posição de risco de cinco bolsas americanas que negociam derivativos: NYSE, AMEX, CBOE, PSE e PHLX. Este tipo de estrutura diminui os “pontos cegos” do mercado de derivativos, tais como a negociação em diversas bolsas sem uma consolidação dos riscos entre as mesmas, caso do mercado brasileiro. As demandas dos investidores estrangeiros acerca desse tema engendraram alguns estudos por parte da Bovespa, que criou uma *clearing* independente ainda incipiente, envolvendo apenas seus próprios negócios, o que não elimina os mencionados “pontos-cegos” do mercado.

Concluindo este capítulo, observou-se no período estudado que, seguindo a tendência internacional, as bolsas apresentaram expressivo crescimento, recebendo os aportes dos investidores estrangeiros e domésticos estimulados pela privatização. O volume crescente concentrou-se em pequeno número de ações. O mercado de derivativos, em particular, cresceu pelas grandes inovações financeiras do período, engendradas para proteger investidores de volatilidades crescentes dos preços dos diversos ativos financeiros e também para alavancar retornos, no caso com risco crescente.

A Bovespa afirmou-se como maior bolsa da América Latina, mas sofreu concorrência das bolsas americanas, que atraíram os melhores ativos financeiros dos países em desenvolvimento.

CAPÍTULO 5

PRIVATIZAÇÃO

5.1. O Contexto Internacional

Privatização ou desestatização é o processo pelo qual o Estado transfere ao setor privado sua participação acionária em empresas dos setores produtivos e de prestação de serviços. A revisão do papel do Estado na economia começou a ser feita ainda nos anos 70 dentro do objetivo de redução do déficit público, originando um movimento generalizado de privatizações a partir dos anos 80, que acabou configurando-se como paradigma internacional de política econômica nos anos 90. Paralelamente a esse processo, ocorreu a flexibilização das regulamentações, com o objetivo de deixar o mercado mais livre. Como destacam Tavares e Fiori (1993), a privatização acelerada faz parte do conjunto de reformas estruturais recomendadas pelas políticas de ajuste neoliberal.

Os países europeus foram os líderes desse processo, destacando-se como pioneira a administração Thatcher na Inglaterra. Com uma explícita ideologia neoliberal, esta primeira-ministra declarou que objetivava ver a Inglaterra com mais acionistas do que trabalhadores sindicalizados, o que seria a base do chamado “capitalismo popular”. Já no processo francês, procurou-se esvaziar o aspecto político, concentrando-se o discurso de governo na racionalidade econômica: Tratava-se de modernizar o país para prepará-lo para a unificação europeia.¹

As privatizações da Europa ocidental foram feitas principalmente através dos canais convencionais dos mercados de capitais domésticos e internacionais, contribuindo para elevar substancialmente os volumes negociados e introduzindo novas práticas de *marketing* e distribuição de títulos. O modelo predominante foi o da privatização pulverizada, o que significa vender preferencialmente para um grande número de acionistas - empregados e público em geral - evitando-se a concentração em grandes grupos econômicos ou investidores institucionais.

¹ Para mais detalhes sobre a privatização em diversos países, consultar Sousa (1994) e Bovespa (1997-b).

Na Inglaterra, a privatização pulverizada da British Telecom, em 1984, onde 2,9 milhões de pessoas compraram ações no valor total de 4 bilhões de libras esterlinas, mostrou o caminho a ser seguido nas colocações públicas de grande escala: atrair o investidor individual, não só para garantir a colocação das ações como também para engajá-lo na grande transformação patrimonial e gerencial em curso. As privatizações francesas do banco Paribas e do conglomerado industrial CGE, ainda nos anos 80, seguiram claramente essa orientação e foram bem sucedidas².

No caso da privatização de setores monopolizados ou de áreas consideradas estratégicas, os modelos de venda incluíram a criação de *golden shares*, ações com direitos especiais detidas pelo governo nas empresas já privatizadas, ou a constituição de agências de regulação.

De acordo com estudos de consultorias de instituições financeiras internacionais³, as privatizações na Europa Ocidental, acumuladas no período 1985-96, foram da ordem de US\$ 230 bilhões. Apenas em 1996, o valor atingiu US\$ 43 bilhões, destacando-se os processos da Deutsche Telekom e da estatal de petróleo italiana ENI. A distribuição geográfica e setorial dessas privatizações até 1995 pode ser observada na quadro a seguir.

Tabela 5.1.

Privatização na Europa Ocidental: Distribuição Geográfica e Setorial (1985-95)

Privatização Por País(US\$ milhões)		Privatização por Setor(em US\$ milhões)	
Austria	2.961	Aeroportos e empresas aéreas	9.140
Dinamarca	3.563	Setor bancário	22.472
Finlândia	1.925	Produtos químicos	5.444
França	34.102	Equipamento elétrico	1.864
Alemanha	2.807	Eletricidade	26.033
Itália	16.971	Seguros	9.615
Holanda	9.250	Metais e bens de capital	11.329
Portugal	5.304	Petróleo e gás	32.651
Espanha	8.255	Papel e embalagem	1.474
Suíça	4.175	Produtos farmacêuticos	1.284
Reino Unido	96.692	Telecomunicações	40.579
Total	186.005	Outros	24.120

Fonte: Morgan Stanley Research in GZM de 26/jun/96

² Sobre esses processos de privatização pulverizada, consultar Lake and Graham (1990).

³ Estudo da J.P. Morgan Securities citado na Rev.Bovespa de fev/97 e estudo da Morgan Stanley Research citado in GZM de 16/jun/96.

Verificou-se, ao longo desse processo, aumento da participação dos acionistas minoritários e o crescimento expressivo da capitalização e liquidez das bolsas de valores. O modelo de privatização pulverizado europeu foi considerado um exemplo a ser seguido, mas nas mais recentes privatizações internacionais cresceu a presença, planejada ou não, dos investidores institucionais⁴. No mencionado caso da Deutsche Telekom, foi feita uma oferta global⁵ de 713 milhões de ações, cujo resultado da colocação foi 53% colocados junto a investidores institucionais, 40% junto a investidores de varejo alemães, 4% junto a investidores de varejo internacionais e 3% para os próprios empregados.

Nos países em desenvolvimento, o movimento de privatização iniciou-se poucos anos depois, num contexto de endividamento público interno e externo. Os governantes das economias fragilizadas pelo estrangulamento de crédito externo a partir de 1982 tiveram progressivamente que adotar as recomendações de ajuste conhecidas como "Consenso de Washington"⁶, onde a privatização é parte fundamental. Holden & Rajapatirana (1995) afirmam que a privatização e a reforma da previdência fazem parte da segunda onda de reformas econômicas, que desenham um conjunto de instituições e organizações capazes de favorecer o pleno desenvolvimento das atividades da iniciativa privada.

O processo de privatização dos países latino-americanos foi uma das causas principais da expressiva entrada de recursos externos verificada nesses países a partir dos anos 90, seja sob a forma de recursos de *portfolio*, como de investimento direto. Esses recursos, por sua vez, contribuíram para garantir a estabilização macroeconômica da região e ao mesmo tempo transformaram os mercados de capitais domésticos, engajando-os na lógica da globalização financeira.

⁴De acordo com Saracho, E., diretor executivo do banco espanhol Santander, na Conferência Internacional "Poupança Privada e Desenvolvimento Econômico" em fevereiro de 1997, citada no anexo 2 desta tese, a privatização na Europa já chegou a um certo ponto de saturação, devendo os investidores de varejo serem substituídos pelos investidores institucionais, que costumemente investem mais em renda fixa.

⁵ A oferta global consiste na montagem de consórcios com instituições financeiras domésticas e internacionais, para colocação das ações nas principais praças financeiras do mundo, escolhendo-se simultaneamente algumas bolsas onde as ações começam imediatamente a ser negociadas, o que é chamado de listagem em bolsa. As informações da Deutsche Telekom foram obtidas na conferência acima mencionada.

⁶Consultar sobre o assunto Tavares e Fiori (1993).

A tabela 5.2. permite verificar a situação da privatização dos principais países da América Latina até 1993. Observa-se que, ao final daquele ano, o México e a Argentina apresentavam receitas de privatização bem mais expressivas do que o Brasil, principalmente se se considerar o tamanho da economia deste último, relativamente aos primeiros. Isto alimentava as argumentações dos partidários da privatização no sentido de que o Governo acelerasse o processo, o que se fato aconteceu, notadamente depois da implantação do Plano Real.

Tabela 5.2.

Privatização na América Latina: Resultados Comparados até 1993, em US\$ milhões

	MEXICO	ARGENTINA	BRASIL
Receita de Venda	21,427	12,135	6,487
Redução de Dívida	6,000	6,794	6,487
Setores			
Telecomunicações	6,100	6,270	-
Bancos	12,318	-	-
Petróleo	-	1,510	-
Indústria	* 3,009	** 270	*** 6,475
Outros	-	****4,085	12

Fonte: BNDES * 172 companhias ** 8 cias. *** 24 cias. **** 90% correspondem à Aerolíneas Argentinas

Ao final de 1997, a Argentina e o Chile praticamente já haviam concluído a privatização. No México, Brasil e demais países, o processo permanecia em andamento. De acordo com estudo feito pela *The Economist*⁷, entre 1987-97, foram privatizadas 279 companhias pertencentes aos sete mais importantes países da região, atingindo o valor de US\$ 90 bilhões, sendo o Brasil responsável por um terço desse valor, em função da expressiva privatização verificada em 1997.

A América Latina foi responsável por cerca da metade das privatizações verificadas nos países em desenvolvimento na mencionada década, incluindo as privatizações da Europa Central e do Leste. O mercado de privatização dos países em desenvolvimento tornou-se

⁷ Divulgado in GZM de 3/jan/1998, pg B-3.

mais ofertado ao final do período, por conta da crise financeira dos países asiáticos, que inibiu os investidores, e de importantes processos de privatização em marcha na Europa.

Com relação ao modelo de privatização, o México utilizou intensamente o esquema de “envelopes fechados” no qual os investidores interessados passavam por uma pré-qualificação, para comprovar suas capacidades técnica, operacional e financeira, vencendo o qualificado que oferecesse o melhor preço. Mas, as ofertas públicas também foram importantes, utilizando-se os instrumentos de ADRs e GDRs para colocações internacionais, assunto já discutido no capítulo 3.

O Peru desenvolveu um programa bem sucedido de atração do investidor de varejo doméstico, chamado de Participação Cidadã, cujo objetivo era não só obter recursos, mas também ganhar a opinião pública para a idéias de privatização.

Na Argentina prevaleceu o modelo de reestruturação das empresas estatais, constituindo-se novas empresas com os ativos produtivos livre de ônus⁸. Essas empresas foram vendidas direta e rapidamente aos grandes grupos interessados, destacando-se no processo os grupos estrangeiros. Verificou-se oferta pública nos casos da companhia de petróleo YPF, da companhia de gás Gas del Sur e na companhia de telecomunicações Entel.

5.2. A Experiência Brasileira

A privatização brasileira começou ainda nos anos 80, quando foram privatizadas empresas no valor aproximado de US\$ 750 milhões, na sua maioria originariamente privadas, que tinham sido estatizadas por problemas financeiros. O grande movimento de privatização verificou-se efetivamente nos anos 90, amparado pela Lei no. 8031/90, que criou o Plano Nacional de Desestatização (PND)⁹. Foram, então, incluídas no processo

⁸ A base institucional do programa argentino foi a Lei no. 23.696/89, chamada de Lei de Reforma do Estado.

⁹ A Lei 8031/90 foi revogada pela Lei 9491 de 9/set/97. Esta última manteve as disposições básicas da primeira, incorporando modificações que foram feitas ao longo do processo por outros instrumentos legais, como a flexibilização ao capital estrangeiro, a criação do Conselho Nacional de Desestatização, os Fundos Mútuos de Privatização e as Concessões de Serviço Público, além de dispor sobre a engenharia financeira de venda do segundo lote de ações da Vale do Rio Doce.

as grandes estatais criadas em décadas anteriores com o objetivo de substituir importações e acelerar o desenvolvimento de diversos setores da economia. A privatização passou a ser considerada parte fundamental do conjunto de reformas estruturais necessárias à estabilização macroeconômica e à atração do investidor estrangeiro.

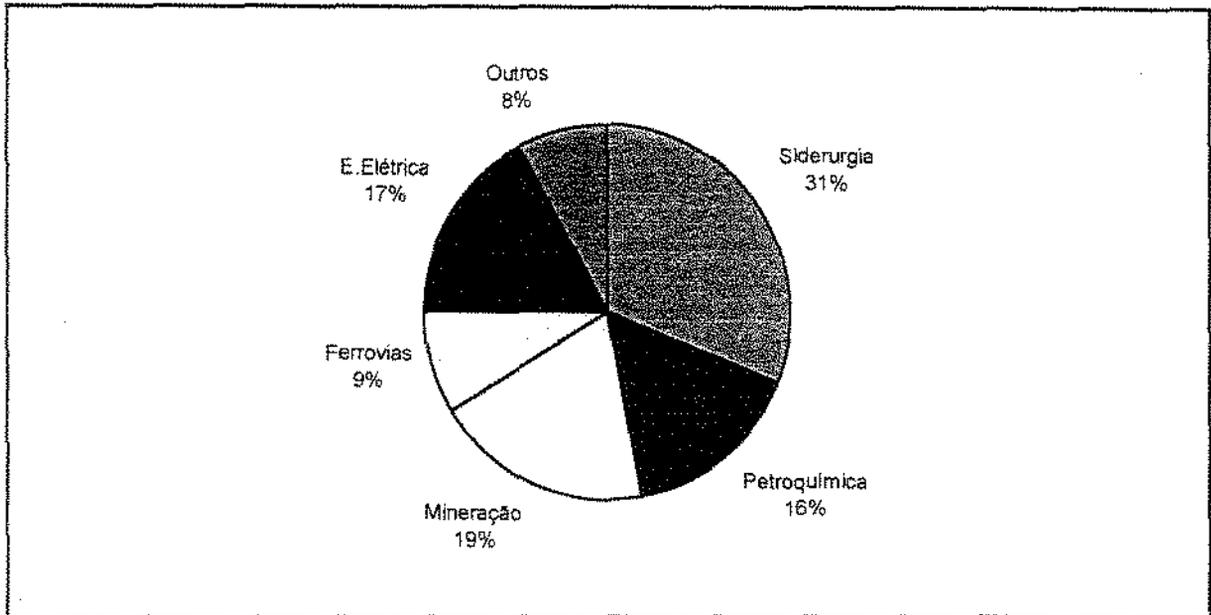
Até 1997, a venda de ativos e concessões federais atingiu US\$ 22 bilhões, valor que somado à dívida transferida proporcionou um resultado econômico de US\$ 30 bilhões. Esses valores incluem as concessões da telefonia celular Banda B em 1997, abertas ao setor privado por cerca de US\$ 5 bilhões¹⁰. Foram aceitos como pagamento US\$ 9 bilhões em títulos de dívida pública e certificados de privatização, principalmente nos primeiros anos do PND.

Até 1995 ocorreu a privatização das empresas estatais federais dos setores siderúrgico, mineração, petroquímico, de fertilizantes e de equipamentos de transporte. A partir desse ano, o programa entrou no setor de serviços públicos, amparado nas Leis de nos. 8987/95 e 9074/95 que regulamentaram as concessões, sendo realizada a privatização do transporte ferroviário e parte das distribuidoras de energia elétrica. Em 1997, foram iniciados os estudos de avaliação e modelagem de venda dos Sistemas Telebrás e Eletrobrás, sendo paralelamente montadas agências de regulação para os setores de telecomunicações, energia elétrica e petróleo.

¹⁰ Apenas a concessão da telefonia banda b da região de São Paulo, adquirida pelo consórcio liderado pela BellSouth, rendeu US\$ 2,4 bilhões, enquanto o preço mínimo estipulado foi de US\$ 600 milhões.

Gráfico 5.1

PND:Distribuição Setorial da Receita de Venda: 1991- set/97



Fonte: BNDES

A partir de 1995, os programas estaduais de privatização também começaram a ser implementados, com a assessoria e eventual financiamento do BNDES, gestor do PND. No caso de São Paulo, foi constituída a Companhia Paulista de Administração de Ativos (CPA), para operacionalização do Programa Estadual de Desestatização. Até 1997, o valor das desestatizações estaduais alcançou US\$ 15 bilhões, entrê privatizações do controle propriamente ditas e vendas de participações minoritárias relevantes. Os recursos foram usados basicamente para cobrir déficits das contas públicas.

Tabela 5.3

Programas Estaduais de Desestatização: Venda de Participações Minoritárias*
e Privatização - Até 1997

Empresa	Setor	Estado	Ano	US\$ milhões
CRT*	Telecomunicações	RS	1996	656
Telma*	Telecomunicações	MA	1996	23
Copel*	Energia Elétrica	PR	1997	213
Coelse*	Energia Elétrica	CE	1997	92
CEB*	Energia Elétrica	DF	1997	74
Cemig*	Energia Elétrica	MG	1997	1.053
Sabesp*	Saneamento	SP	1997	375
Eletropaulo*	Energia Elétrica	SP	1997	427
Besc*	Banco	SC	1997	28
Coelba	Energia Elétrica	BA	1997	1.724
Cerj	Energia Elétrica	RJ	1996	587
Ferroeste	Ferrovário	PR	1996	25
Banerj	Bancos	RJ	1997	289
CEG	Gás	RJ	1997	430
Riogás	Gás	RJ	1997	146
Credireal	Bancos	MG	1997	112
CEE - NN e CO	Energia Elétrica	RS	1997	2.853
CPFL	Energia Elétrica	SP	1997	- 2.731
Cachoeira Dourada	Energia Elétrica	MS	1997	714
Cia.União Seguros	Seguros	RS	1997	45
Energipe	Energia Elétrica	SE	1997	520
Cemat	Energia Elétrica	MT	1997	353
Enersul	Energia Elétrica	MS	1997	565
Metró	Transp. Urbano	RJ	1997	262
Cosern	Energia Elétrica	RN	1997	606
T O T A L				14.903

Fonte: BNDES

Adicionando-se as privatizações estaduais aos valores da privatização da esfera federal obtem-se para o período 1990-97 a receita global de venda da ordem de US\$ 37,6 bilhões, valor que acrescido de US\$ 10 bilhões de dívidas transferidas dá o resultado econômico acumulado de US\$ 47,6 bilhões com o processo de privatização.

5.3. Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro

De acordo com a Lei do Plano Nacional de Desestatização, os objetivos do programa de privatização são:

- a) Reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades exploradas pelo setor público;
- b) Contribuir para a redução da dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças do setor público;
- c) Permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada;
- d) Contribuir para a modernização do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial de diversos setores da economia;
- e) Permitir que a administração pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais;
- f) Contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do aumento de oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrem o programa.

Todos esses objetivos impactam, no mínimo indiretamente, o mercado de capitais, embora o último objetivo seja específico para o setor. Passados sete anos da implantação do PND, o mercado de capitais brasileiro beneficiou-se de várias formas com o processo de privatização, sendo que justamente com relação ao último objetivo não ocorreu a "democratização da propriedade do capital", porque predominou a venda para bancos, grandes grupos e investidores institucionais e não o modelo pulverizado. Do total do valor das vendas até set/97, apenas 6% foram comprados por pessoas físicas, sendo 3% referentes aos empregados das próprias empresas.

Comparando-se com a privatização na Europa Ocidental e mesmo com alguns países latino-americanos, a participação do investidor individual nos leilões e ofertas públicas de privatização foi modesta. Isto se explica em parte pela própria modelagem inicial do processo, que priorizou os grandes credores do governo com o objetivo de reduzir o

endividamento público. Além disso, alguns grupos empresariais tinham interesse em adquirir participação relevante em algumas empresas, para obter sinergias, ganhos de escala setoriais ou diversificação, sendo oferecidos financiamentos vantajosos nessas operações¹¹, por parte do BNDES.

Nesse processo, destacou-se a ascensão do Grupo Vicunha, que a partir da primeira participação na CSN, entrou na privatização da Vale do Rio Doce, que por sua vez participava da Usiminas, e também na privatização da Light, passando a dirigir essas três companhias. Desde a entrada na CSN em 1993 até dez/96, o patrimônio líquido do Grupo Vicunha elevou-se US\$ 550 milhões para US\$ 1,1 bilhão, alavancado pelos negócios da privatização. Esse patrimônio passou a ser acrescido dos resultados da participação indireta na Vale do Rio Doce em mai/97, para qual foi obtido um empréstimo-ponte de US\$ 900 milhões junto ao banco americano NationsBank. A partir da consolidação dessa última participação, o grupo começou a planejar sua própria abertura de capital para ter maior acesso aos mercados de capitais doméstico e internacionais.¹²

No processo de privatização, ocorreu também um grande rearranjo societário na petroquímica, verificando-se, com a saída da Petroquisa e a quebra do Grupo Econômico, a concentração do setor nas mãos dos grupos Mariani, Ipiranga, Ultra e Odebrecht, com claro domínio deste último¹³.

¹¹ O Grupo Vicunha, tradicional no setor têxtil, adquiriu participação relevante na CSN, tornando-se o maior acionista isolado da empresa, com 9% das ações. Sobre o assunto, um dos proprietários e diretores do grupo, Sr. Jacks Rabinovich, declarou o seguinte, em entrevista à GM de 26/jul/96: a) entraram na CSN para diversificar; b) as condições financeiras eram atraentes, pois pagaram 3% à vista e o resto foi financiado pelo BNDES. Posteriormente, o grupo liderou o consórcio que comprou a Vale do Rio Doce.

¹² Consultar sobre o assunto ao jornal GZM de 26/mar/97 e de 3/out/97.

¹³ Consultar a Rev. Carta Capital de 25/jun/97 sobre os principais grupos nacionais que dominam a privatização.

Tabela 5.4

PND - 1991-set/97: Resultado da Venda, por Setor e Comprador, em US\$ milhões

Setor	Inst.Financ.	F.Pensão	Empres. Nac.	Empres.Estr.	P.Física	Não ident.
Siderurgia	1.564,2	864,3	1.750,6	217,0	452,7	712,7
Petroquímica	561,8	223,0	1.647,7	122,8	143,2	-
Fertilizantes	21,3	378,3	6,2	12,3	418,2	-
E.Elétrica	398,9	241,2	632,2	1.384,3	251,8	119,4
Ferrovias	-	-	1.427,7	63,4	-	-
Mineração	-	782,9	1.973,4	375,2	167,4	-
Outros*	70,1	151,4	287,5	71,1	15,1	618,9
TOTAL	2.616,4	2.262,7	8.102,3	2.239,9	1.043,3	1.451,0
Em %	14,8	12,8	45,7	12,6	5,9	8,2

Fonte: BNDES * inclui venda de participação de minoritários a não identificadas, mas que são principalmente grupos nacionais

A participação dos investidores institucionais referiu-se basicamente aos fundos de pensão, tradicionais compradores de ações, detentores de expressivo volume de Certificados de Privatização (CPs)¹⁴ e ainda interessados em influenciar na manutenção do modelo do previdência complementar existente¹⁵.

A presença expressiva dos fundos de pensão de estatais no processo de privatização brasileiro gerou polêmica. Em 1991, quando a primeira empresa foi leiloada - Usiminas -, fundos de pensão cujas patrocinadoras eram estatais levaram 26% das ações, consolidando posteriormente 41% do capital ordinário. Logo em seguida, no leilão da

¹⁴Os Certificados de Privatização foram criados no Plano Collor. Vários segmentos do setor financeiro foram obrigados a tomá-los, embora tivessem reagido judicialmente contra. A idéia era criar compradores compulsórios para a privatização em marcha.

¹⁵ Consultar matéria sobre o assunto na GM de 08/abr/97: "Nas grandes empresas privatizadas até agora, como a Usiminas, Cosipa e Vasp, os planos de benefícios foram mantidos. Apesar da redução do quadro de funcionários das empresas, não houve redução do patrimônio de seus fundos de pensão. As estruturas administrativas dos fundos, porém, sofreram alterações para redução do custo operacional, o que incluiu a terceirização da administração dos recursos, que não foi feita sem incidentes de percurso, como o caso do Aeros, o fundo de pensão da Vasp".

Mafersa, o Fundo da RFFSA comprou a empresa que era uma das principais fornecedoras da própria rede, pagando expressivo ágio¹⁶. A solução adotada pelo governo foi a imposição de limites formais para participação dos fundos de pensão nos leilões e influenciar nas decisões de investimento dos fundos cujas patrocinadoras fossem estatais.

Com relação à participação dos bancos, sua expressiva presença como comprador das estatais deu-se principalmente no começo do processo, e o que os estimulou foi a possibilidade de usar créditos contra o Governo como moedas de privatização, não sendo observadas estratégias de conglomerização com a atividade produtiva. Mesmo o Grupo Bozano Simonsen, que adquiriu relevantes participações em empresas siderúrgicas e na Embraer, revelou-se mais um negociador intermediário do que um comprador final dessas estatais produtivas¹⁷. Consumidas as suas moedas de privatização, os bancos passaram a ser assessores de compradores e vendedores, avaliadores para o BNDES e corretores das moedas usadas nos leilões.

No ano de 1996, contudo, o Bradesco que tinha investimento em diversas empresas privadas, no valor de US\$ 1 bilhão, inaugurou uma nova etapa de sua estratégia de investimentos, criando a holding VBC, em associação com os grupos Votorantim e Camargo Corrêa, com o objetivo de "identificar oportunidades de investimentos e promover participações conjuntas em processos de privatizações e concessões no setor elétrico, incluindo serviços de geração, distribuição e transmissão" (Bradesco, 1997). Em out/97, a VBC arrematou em leilão, por US\$ 1,5 bilhão, a distribuidora Norte-Nordeste da companhia gaúcha de energia elétrica CEEE. Na área de atuação dessa distribuidora, os três grupos já estavam construindo a usina hidrelétrica de Machadinho. Em nov/97, a

¹⁶ A história da privatização da Mafersa é desastrosa, como outros acontecimentos do Governo Collor. A Refer comprou a Mafersa por US\$ 48 milhões. Esta empresa, que já estava afetada pelo queda de investimentos setoriais e pelo atraso de pagamentos do próprio governo, passou a ser administrada por uma diretoria obscura, escolhida pelo governo federal, depois de privatizada.

Em meados de 1995, a Refer vendeu a Mafersa para o Clube de Investimentos dos Funcionários, por simbólicos mil dólares. A nova diretoria entendeu-se com os bancos credores, dando parte dos ativos para estes e, finalmente, vendeu a Mafersa para o grupo franco-britânico do ramo GEC-Alsthon, que pagou US\$ 12 milhões, basicamente para cobrir passivo trabalhista e dívidas com fornecedores. O interesse do grupo seria usar a Mafersa como oficina de manutenção e abrir o mercado brasileiro e latino-americano para os trens de sua fabricação. Sobre esse assunto, consultar Sousa e Stigliano (1996).

¹⁷ O Grupo B. Simonsen vendeu todas as participações que comprou, exceto a Embraer, tendo arrematado em dez/97 o Banco Meridional através de uma empresa *offshore* do grupo. Consultar GZM de 8/dez/97.

VBC arrematou, com ágio de 70%, a importante distribuidora paulista CPFL, sendo que o BNDES ofereceu financiamento de 50%¹⁸

A questão da pulverização da privatização passou a ser intensamente discutida a partir de 1995, quando a Cia. Vale do Rio Doce foi incluída no programa e começou a ser avaliada com o objetivo de definir preço mínimo e modelo de venda. Essa empresa, além de ser um símbolo nacional, tinha representatividade nas negociações das bolsas brasileiras - 6% no volume da Bovespa em 1996 - , além de ter lançado ADRs. O próprio então presidente do BNDES em 1995, Sr. Edmar Bacha, defendia que as privatizações fossem utilizadas para "produzir um capitalismo popular neste país" sendo que parte da venda da Vale estaria voltada aos pequenos investidores.¹⁹

Em 1996, foi definido o perfil da privatização da Vale. Com relação ao preço mínimo da empresa, o governo, através do Conselho Nacional de Desestatização - CND , adotou o valor de US\$ 10,4 bilhões, superior às avaliações oficiais, que seria "mais próximo do mercado"²⁰. Quanto à modelagem, foi definido que a primeira fase da venda seria de um "bloco estratégico" de 40 a 45 % do capital com direito a voto, o que garantiria o controle da companhia, desde que houvesse entendimento com os fundos de pensão, que já mesmo antes da privatização detinham 15% do capital da empresa.

O Governo deterá por cinco anos uma *golden share* na empresa de propósito específico montada pelo consórcio vencedor do leilão, com o objetivo de evitar bruscas e nocivas mudanças de controles após a privatização. Serão distribuídas debêntures para o governo e atuais acionistas da empresa para compensar futuros ganhos com recentes descobertas de cobre e ouro em Carajás. Finalmente, o BNDES ficou sócio da Vale para o desenvolvimento de pesquisas em parte dos direitos de lavras requeridos²¹.

¹⁸ Essa privatização foi feita durante a segunda onda de queda global das bolsas mundiais. O BNDES aumentou a parcela do financiamento de 30% para 50% para reforçar a viabilidade do leilão no meio da crise.

¹⁹ Consultar o jornal FSP de 11/mai/95.

²⁰ As avaliações oficiais são feitas através do Serviço A, que sugere o preço mínimo da empresa e do Serviço B, que sugere preço e também o modelo de venda. No caso da Vale, os preços mínimos foram de respectivamente US\$ 10 bilhões e US\$ 9 bilhões. As informações sobre o assunto foram obtidas no Seminário Privatização do Setor de Mineração, referido no anexo 2.

²¹ Nesse mesmo seminário, o representante da CVRD, desmentindo declarações do próprio Governo quanto à baixa rentabilidade da empresa sobre gestão estatal, mostrou que se as demonstrações contábeis da empresa fossem ajustadas aos padrões contábeis americanos - FASB 52 - o retorno sobre o

Os segmentos do mercado de capitais favoráveis à pulverização não ficaram satisfeitos com o modelo de venda do “bloco estratégico”. Rebatendo os opositores, o novo presidente do BNDES, Sr. L.C. Mendonça de Barros, argumentou que os objetivos do modelo da privatização da Vale eram²²: a) maximizar a entrada de recursos para o Tesouro²³; e b) assegurar o futuro da empresa, devendo o controle da mesma ser passado a investidores com interesse em seu desenvolvimento. Acrescentou também que o CND descartou a pulverização na primeira fase porque reduziria o preço e desestimularia a participação do “pessoal do ramo” na privatização.

Em maio de 1997, depois de alguns embates judiciais com opositores, o Governo vendeu esse bloco estratégico, em leilão que foi disputado pelos consórcios liderados pelo Grupo Vicunha e pelo grupo Votorantim, vencendo o primeiro, com a oferta de US\$ 3,1 bilhões, correspondente a 20% de ágio sobre o preço mínimo. A pulverização do capital ficou para a segunda fase da privatização, em princípio em 1998.

Independentemente de que até 1997 não tenha sido atingido aquele objetivo explícito de “democratização da propriedade” do PND, a privatização impactou efetivamente o mercado de capitais no período 1990-97, notadamente quando da realização dos principais eventos do processo apresentados na tabela 5.5.

patrimônio líquido da Vale em 1995 seria de 11,3%, igual a média mundial, e não os baixos 3,2% observados pela legislação contábil brasileira, que foram usados nas argumentações a favor da privatização.

²²Declarações recolhidas na Conferência Internacional Poupança e Desenvolvimento, referida no Anexo 2.

²³ A destinação desses recursos é 50% para o caixa do Tesouro, para saldar dívidas e 50% para o BNDES, que deverá comprar parcelas do FCVS dos bancos, quando vencerem. Enquanto isso, os recursos serão destinados ao financiamento do setor privado. Mais uma vez, os recursos da privatização são preferencialmente para pagar a dívida do governo, sendo que os bancos se desfazem de créditos de liquidação duvidosa.

Tabela 5.5

Brasil: Principais Eventos da Privatização - 1990-97

ANO	REGULAMENTAÇÃO	Inclusão na Lista das privatizáveis	LEILÃO PRINCIPAL
1990	Lei no. 8.031/90 (Criação do PND)	Lista inicial	
1991			USIMINAS
1992		LIGHT ESCELSA	ACESITA Cia. Tubarão, COPESUL
1993			Cia. Sid. Nacional Petroquímica União
1994	Flexibilização para o capital estrangeiro		EMBRAER
1995	Leis das Concessões	ELETROBRAS Vale do Rio Doce	COPENE Escelesa
1996	Criação das ANEEL, ANATEL e ANP*	Sistema Telebrás	Rede Ferrov. Federal LIGHT
1997	Lei no. 9.451/97 (Nova Lei do PND)		Vale do Rio Doce Telefonia Celular B Privatiz. Estaduais

Fonte: BNDES e GZM

* Agências de Regulação, ainda não regulamentadas por completo

Os principais impactos no mercado de capitais brasileiros decorrentes do processo de privatização, no período 1990-97 estão relacionados nos itens a seguir.

1) Adoção da privatização como parte das políticas de ajuste preconizadas pela comunidade internacional, atraindo os investidores estrangeiros para o mercado de capitais domésticos e facilitando a colocação de títulos no mercado internacional.

A leitura da imprensa especializada doméstica e internacional e dos documentos de trabalho das instituições financeiras estrangeiras no período recolhe incontáveis declarações de agentes e analistas financeiros nesse sentido. O investidor estrangeiro reconhece no processo de privatização a concordância do país em adotar as políticas liberalizantes preconizadas no "Consenso de Washington". Além disso, a privatização

coloca nos mercados domésticos e internacionais interessantes opções de investimento, antes detidas pelo Estado. Finalmente, o processo costuma ser precedido de flexibilizações e aumentos tarifários, tornando os setores e empresas envolvidos ainda mais atraentes²⁴. O resultado é um deslocamento dos fluxos internacionais para os países que estão privatizando setores atraentes, como as telecomunicações, com valorização das respectivas ações.

Oliveira (1996) afirma que, do ponto de estabilização, a privatização não teve papel crucial nas três primeiras fases do Plano Real, devendo ser importante na quarta fase, ou seja, retomada do crescimento sustentado. Isto é correto pela ótica do ajuste fiscal, mas pela ótica das contas externas, desde 1992, a privatização tem contribuído para atrair investimentos de *portfolio*, fundamentais na formação do expressivo volume de reservas externas que viabilizou a “âncora cambial” do plano, como já foi discutido no capítulo 3. De acordo com Bacha, “se não houvesse houvesse privatização, não haveria interesse do capital estrangeiro”²⁵. Com a “Crise do Sudeste Asiático” de 1997, o programa de privatização tornou-se ainda mais importante para atrair o capital estrangeiro, tratando o governo de colocar mais ativos à venda, como foi explicitado na estratégia governista para enfrentar a crise, apresentada por Kandir (1997).

2) Alterações consideráveis nas condições de negociação no mercado acionário

A ascensão das ações da Telebrás e Eletrobrás para o grupo das mais negociadas ao longo dos anos 90, tema já discutido no capítulo anterior, é o principal exemplo dos impactos da privatização no mercado acionário. Verificou-se crescente demanda por ações de setores com boas perspectivas, passíveis de privatização e flexibilização das regras. No caso da Eletrobrás, o sistema BNDESPAR contribuiu significativamente para o aumento do volume dos negócios, a partir do *block trade* de julho de 1994, estruturado com lançamentos de opções de compra e venda.

²⁴ Consultar a imprensa doméstica do início do mês de abril de 1997, sobre o aumento das tarifas telefônicas do Sistema Telebrás, cujo processo de privatização se iniciou a partir das Leis de concessões de 1995. No caso do setor elétrico, os reajustes tarifários fizeram o lucro consolidado de 10 concessionárias, saltar de US\$ 109 milhões em 1995 para US\$1,8 bilhão em 1996, conforme estudo da consultoria Técnica Ass. M.C., publicado in GZM de 25/jun/97.

²⁵ Edmar Bacha, ex-presidente do BNDES e consultor do Banco BBA, em declarações à Rcv. Bovespa de jun/97.

Essas holdings encontravam-se, ao final do período estudado, em fase de modelagem de venda que inclui a cisão das mesmas. Os investidores domésticos e internacionais passaram, então, a se preocupar com a rentabilidade e liquidez das futuras companhias originadas das cisões e diminuíram a concentração dos seus negócios em bolsas com as holdings. Em contra-partida, seus interesses voltaram-se para a Petrobrás, porque a flexibilização do monopólio do petróleo incluiu a possibilidade de vender ações ordinárias a investidores estrangeiros e o CND autorizou a venda de ações da companhia que excedam o limite mínimo para a manutenção do controle nas mãos do Governo²⁶.

No caso das empresas que foram privatizadas no período estudado, ocorreu valorização das respectivas ações no processo de privatização, principalmente antes do leilão, em função da esperada melhora de rentabilidade - decorrente da liberação de preços, saneamento financeiro prévio e drástico corte de pessoal -, de aumento da liquidez das ações e do maior *disclosure*²⁷. Empresas que passaram a ser negociadas a partir do leilão, apresentaram valorização das ações posteriormente. Alguns exemplos podem ser vistos na tabela 5.6. É importante destacar que as empresas do setor petroquímico apresentaram fraco desempenho a partir dos leilões também em função de problemas generalizados do setor²⁸.

²⁶ Sobre esse assunto consultar os artigos "Incertezas cercam o futuro da Eletrobrás" in GZM 27/out/97, pg. C-1 e "A Privatização indica novos caminhos" in Rev. Bovespa de nov/97.

²⁷ As empresas estatais, exceto a CVRD, sempre foram as piores empresas do mercado no que tange à qualidade das informações prestadas. Quando entram em fase de privatização, há um processo de *disclosure*, ou seja abertura das informações aos investidores interessados, notadamente se forem estrangeiros. O lançamento de ADRs também ampliou o *disclosure* de algumas delas. O tratamento ao acionista minoritário doméstico continuou, contudo, inadequado.

²⁸ No estudo de Sousa(1994), já se observava que a privatização em marcha do setor petroquímico brasileiro traria problemas a algumas empresas, dadas as particularidades do modelo tri-partite então vigente e o esquema de subsídios encabeçado pela oferta da nafta pela Petrobrás. Adicionalmente, o setor enfrentou excesso de oferta no mercado internacional.

Tabela 5.6.

Rentabilidade* das Ações de Companhias Privatizadas - Variação em %** Até mai/97

AÇÃO	Data do Leilão	12 meses antes do Leilão	12 meses depois do Leilão	24 meses depois do leilão	Do leilão até 21/05/97
Acesita ON	23/out/92	116	-44	13	-72
Ciquine PNA	17/ago/94	455	-31	-63	-67
Cosipa ON	20/ago/93	(-)	-49	-47	77
Esceisa ON	11/jul/95	(-)	-26	-	13
Light ON	21/mar/96	110	50	-	50
Oxiteno PN	15/set/93	234	-18	-33	51
Petroflex PNA	10/abr/92	(-)	-79	-75	-51
Pronor PNA	05/dez/95	3	(-)	-	45
Sid.Nacional ON	02/abr/93	(-)	47	6	103
Sid.Tubarão PNB	16/jul/92	(-)	-61	138	364
Usiminas PN	24/out/91	(-)	-41	-20	591

Fontes: Economática, Unibanco, Gaz.Mercantil e BNDES in jornal GZM 19/nov/96 e Rev. Bovespa jun/97

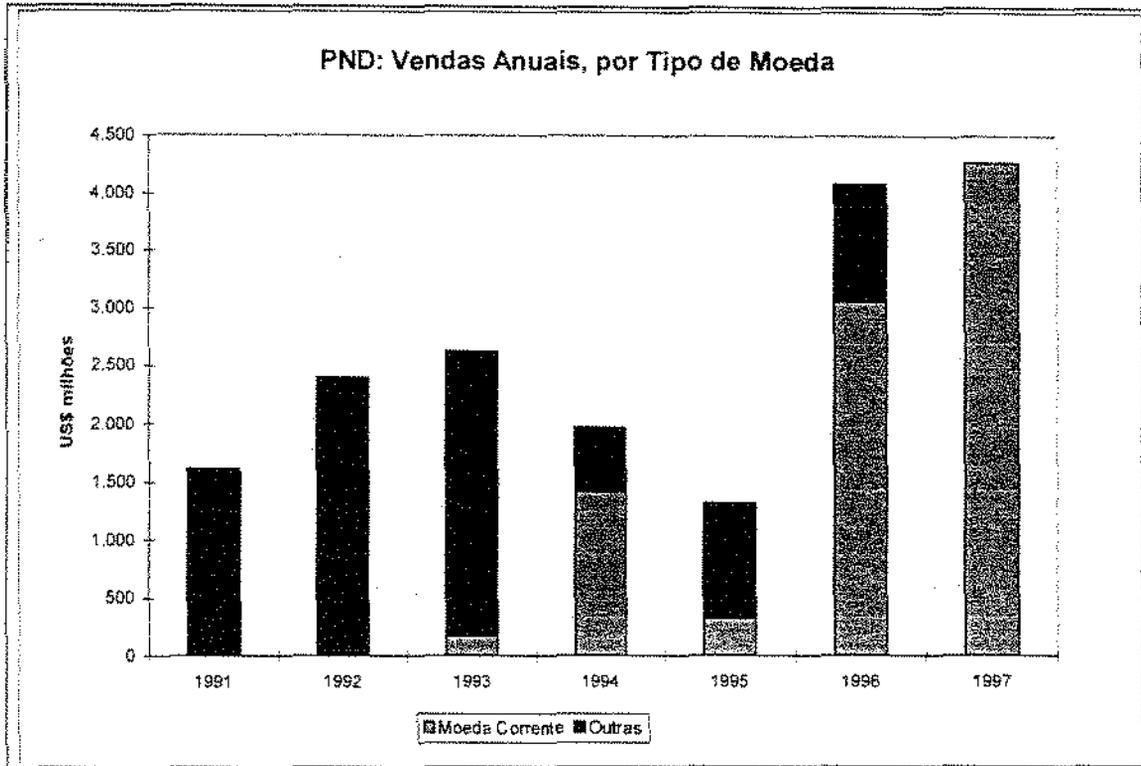
* O conceito de rentabilidade inclui a valorização do preço da ação e a distribuição de dividendos

**variação das ações em US\$ (-) Dados não disponíveis por falta de negociação

3) Valorização de papéis representativos de dívida do governo (administração direta ou estatais) que passaram a ser usados como moedas de privatização, as chamadas "moedas podres".

Nos primeiros anos de implantação do PND, o uso de moeda corrente como pagamento foi inexpressivo, predominando os certificados de privatização e diversos títulos representativos de dívida do Governo. O uso das então chamadas "moedas podres" foi muito criticado, por serem aceitas pelo valor de face, enquanto eram negociadas no mercado com expressivos deságios. A partir do Governo Itamar, cresceu a exigência de utilização de moeda corrente, sendo decidido a cada processo o percentual aceitável das moedas de privatização, em função da qualidade da empresa a ser leiloada e das condições de mercado.

Gráfico 5.2.

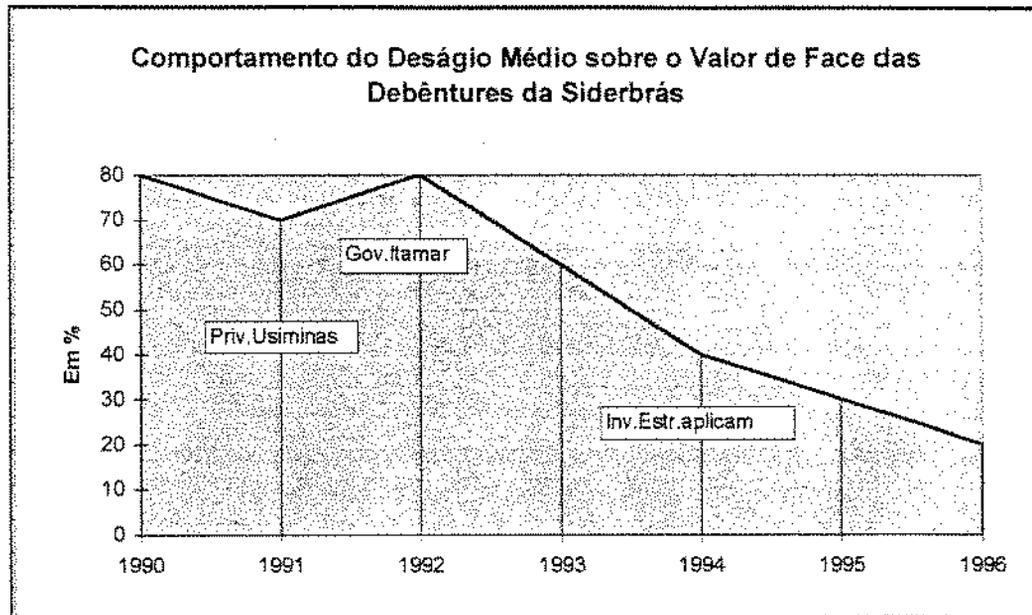


Fonte: BNDES

Com a utilização das “moedas podres” no processo de privatização, verificou-se considerável recuperação dos prejuízos dos tomadores iniciais dos títulos, que ainda detinham os papéis, ou expressivos lucros aos que compraram no mercado secundário com grandes deságios. Criou-se um mercado amplo, lucrativo e organizado²⁹ para títulos de difícil realização ou de longo prazo, como as Debêntures da Siderbrás, os TDAs., as OFNs, os Títulos da Dívida Externa, entre outros. Os próprios Certificados de Privatização- CPs haviam sofrido grande deságio no início de sua comercialização, por conta dos impasses do governo Collor e a postura reticente do presidente Itamar quanto à privatização.

²⁹ A Andima e o Cetip, em conjunto com o BNDES e o Tesouro Nacional, desenvolveram um sistema eletrônico, chamado Securítizar, para o registro escritural e a negociação em mercado secundário das moedas de privatização.

Gráfico 5.3



Fonte: Salama, J. e GZM

Os deságios desses papéis iniciais foram se reduzindo, à medida que podiam ser utilizados em privatizações atraentes e de grande porte e seu estoque foi declinando. A demanda por essas moedas sofreu também pressões dos investidores estrangeiros de *portfolio*, que compraram muitas debêntures da Siderbrás e TDAs para carteiras de Anexo IV, até serem proibidos da prática. Em compensação ao declínio dos estoques das moedas iniciais, o governo introduziu novas moedas de privatização, como as ELET, representativas de dívidas do setor elétrico e as Letras da CEF. O balanço da utilização e do estoque das moedas de privatização, ao final do período estudado, está na Tabela 5.7.

Tabela 5.7.

PND : Uso das Principais Moedas de Privatização-1990/97, em US\$ bilhões

Tipo de Título	Utilizado na Privatização*	Estoque a utilizar **
Debêntures da Siderbrás	1,5	0,9
Certificados de Privatização	1,3	0
Obrigações FND	0,6	0,1
TDA	0,8	2,3
Outras Dívidas Securitizadas	4,1	7,8
ELET	nd	2,1
Letras Hipotecárias CEF	0,3	1,8
Títulos da Dívida Externa	0,1	nd.
Total de Moedas Privatização	8,7	15,0***

Fontes: * BNDES ** Cetip-Securitizar, dez-97 *** sem Div.Externa

4) Aumento dos negócios de assessoria, consultoria e intermediação no mercado de capitais.

A avaliação das empresas a serem privatizadas gerou um novo mercado para as empresas de consultorias nacionais, que tiveram que se associar a consultores estrangeiros, para atender os requerimentos do BNDES nas concorrências para a prestação dos serviços A e B. As consultorias estrangeiras trouxeram o conhecimento adquirido nas modelagens da privatização internacional, além de contribuir para divulgar o programa brasileiro para investidores internacionais. No caso da privatização da Vale do Rio Doce, a associação Merrill Lynch-Rothschild recebeu cerca de US\$62 milhões pelo serviço de avaliação e modelagem³⁰, estimando-se valores da ordem de US\$ 150 milhões na avaliação e modelagem do Sistema Telebrás, a ser realizado em 1998.

³⁰Houve questionamentos acerca das ligações financeiras entre a consultora Merrill Lynch e a mineradora Angloamerican da África do Sul, concorrente e possível interessada em adquirir ações na privatização. A Merrill Lynch, na época, tinha como consultor senior da empresa no Brasil o ex-ministro da Fazenda do Governo Collor, Marcílio Marques Moreira.

Além da avaliação, existem outros serviços demandados pela privatização que conferiram ganhos a diversos agentes, relativos a realização de consultorias específicas³¹, leilões e outras formas de distribuição, tais como comissões e corretagens. Particularmente a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro foi beneficiada, com as receitas decorrentes dos serviços de custódia, taxas e liquidação referentes aos leilões de privatização, uma vez que lá foram realizados os principais.

5) Prejuízos para acionistas minoritários

Um caso relevante foi o da venda das participações da Petroquisa do setor petroquímico. Esta empresa, subsidiária da Petrobrás, era uma *sub-holding* para aglutinar as participações da estatal no setor. No processo de venda das referidas participações, a Petroquisa sofreu esvaziamento econômico e recebeu as chamadas "moedas podres" pelo valor de face, sem deságio, com prejuízos para acionistas minoritários³² e para a própria Petrobrás. Posteriormente, tais papéis foram sendo trocados por Notas do Tesouro, revertendo parte dos prejuízos.

Ainda no setor petroquímico, a saída da Petroquisa das centrais de matéria-primas Copene, PQU e Copesul, deixou essas empresas sob controle de empresas de 2a. geração. Começou então, uma discussão entre esses controladores-clientes e os acionistas minoritários não clientes acerca dos preços a serem praticados. Os minoritários acusaram os majoritários de quererem transformar as centrais em centros de custos, sem geração de lucro, ficando os lucros reservados para a 2a. geração.

Outro ponto prejudicial para os minoritários foi o artigo da Lei no. 9457/97, projeto Kandir/Hauly, que extinguiu o direito de recesso dos minoritários no caso de cisões de

³¹ Observou-se novamente no recente processo de privatização, a questionável facilidade com que altos dirigentes do governo deixam seus cargos para atuar, sem período de quarentena adequado, em áreas afins do setor privado. No caso, a Diretora de Desestatização do BNDES, Elena Landau entre set/93-e jun/96, foi ocupar cargo de direção de instituição financeira estrangeira de investimentos, a Bears Stearns. Em seguida, montou sua própria consultoria.

³² Em jan/97 o acionista minoritário Porto Seguro Participações ganhou em primeira instância uma ação contra a Petrobrás, exigindo que esta indenize em US\$ 4,2 bilhões a Petroquisa pelo seu esvaziamento econômico. O mercado acionário ficou confuso e a CVM suspendeu as negociações com ações da Petrobrás, exigindo explicações, notadamente, sobre o fato da estatal ter escondido do mercado o assunto. Consultar o jornal GM de 7/fev/1997.

companhias abertas. Desenhado para contornar problemas judiciais nos futuros processos de privatização do setores de telecomunicações e energia elétrica, essa reforma atentou não apenas contra os direitos dos minoritários dessas estatais, como também de quaisquer companhias abertas. Nesse sentido, a Companhia Hering se utilizou dessa facilidade para vender sua participação na Ceval, assim como o Grupo Gerdau promoveu sua reestruturação, sem oferta aos acionistas minoritários.

6) Contestações às privatizações

Os grupos que se opuseram à privatização de diversas empresas, valeram-se de diversos recursos para obstaculizar o processo, entre os quais, concentrações na frente das bolsas de valores, audiências no Senado Federal, atos públicos, campanhas na mídia e recursos judiciais quanto alguns aspectos do modelo de privatização. Embora tenham sensibilizado parte da população com essas campanhas, o resultado foi inexpressivo, não sensibilizando o governo, e as privatizações acabaram acontecendo.

Os diversos agentes do mercado de capitais sempre ignoraram ou se referiram com ironia aos que se opuseram às privatizações, o que é explicável pelos próprios benefícios obtidos e a obter no processo. Mas, muitas das contestações quanto às baixas avaliações feitas foram coerentes. O próprio presidente do BNDES, Mendonça de Barros, declarou que “existia uma cultura, que prevaleceu, no começo do programa de privatização, principalmente no setor siderúrgico, de privatizar por ‘preço de banana’, para que a coisa andasse”³³.

Até 1994, prevaleceu, nas reuniões deliberatórias do PND, a falta de discussão técnica, a aceitação passiva dos números e modelagens de venda das consultorias e o autoritarismo contra aqueles que discordassem dos mesmos. As avaliações foram deliberadamente conservadoras, prevalecendo o ‘método do fim para o começo’, isto é, partia-se de uma idéia de que a empresa deve ser avaliada por determinado intervalo de valor e fazia-se ajustes técnicos para tal, principalmente através da taxa de desconto embutida no cálculo do valor presente, a maior parte das vezes arbitrariamente estipulada em elevados 14%³⁴.

³³Consultar entrevista no jornal GM de 4/out/1996.

A contestação ao preço mínimo da Ultrafértil foi a única que teve consequência prática, obrigando o governo a mandar revisá-lo. Isto se explica pela força política dos contestadores, empregados do Sistema Petrobrás e também pela evidente irregularidade das projeções financeiras.

Outro exemplo de sub-avaliação foi o da Embraer. As consultorias, com referendo da diretoria da empresa, usaram no cálculo do preço mínimo um faturamento de 10 anos da ordem de US\$ 6 bilhões e uma taxa de desconto de 14%, mesmo tendo em vista que o governo iria entregar a empresa praticamente saneada e com um projeto de avião - EMB145 - com encomendas em carteira e ótimas perspectivas. Os sindicatos envolvidos contraram uma consultoria que estimou a receita dos próximos 10 anos em Us\$ 9 bilhões³⁵ e a própria diretoria da empresa, em apresentação na Bovespa em 14/abr/94, afirmou que no período 1994-2003, a Embraer tinha um potencial de receita da ordem de US\$ 14 bilhões. Apesar das divergências, o Governo manteve as avaliações das consultorias.

Na época, os condutores do PND rebatiam questionamentos quanto aos preços mínimos fixados, dizendo que por ocasião do leilão acabaria ocorrendo ágio compensatório. De fato, os ágios ocorreram, mas em muitas ocasiões os interessados conseguiam fazer entendimentos prévios para evitar elevação do preço, o que minimizou os ágios. O ágio médio no período 1991-96 foi de 17,3%.

Em resumo, muitas das contestações aos preços mínimos tinham coerência, mas o governo agia deliberadamente, e os investidores fizeram, no geral, bons negócios com a privatização.

7) Aumento da concentração econômica

O processo de privatização tem levado a um aumento da concentração econômica, alterando condições anteriores do mercado. Alguns representantes do sistema de defesa da concorrência manifestaram-se favoráveis a uma atuação mais efetiva do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) que, conjuntamente com a Secretaria de

³⁴Por ocasião, da apresentação do modelo de venda da Escelsa ao mercado, no auditório da Bovespa em 15/jun/1995, participantes reclamaram com a avaliadora Trevisan que "a taxa de desconto, que mede o risco de investimento, fixada em 10,39 %, era baixa, bem ao contrário do que ocorreu nas outras privatizações". Consultar jornal GM, de 16/jun/1995.

³⁵Consultar SEESP(1994).

Direito Econômico (SDE), só participa nas reuniões do PND na qualidade de observador. Ao final de 1997, estavam em análise na SDE denúncias de oligopolização resultantes de privatizações feitas na siderurgia, petroquímica e fertilizantes. No geral, as denúncias afirmam que os arranjos pós-privatização excluíram e prejudicaram empresas concorrentes. Várias dessas denúncias envolvem empresas negociadas nas bolsas: Copesul, Acesita, CSN, Usiminas, Fosfertil, Cia. Suzano, entre outras.

No caso da siderurgia, de acordo com estudo do Cebrap³⁶ os preços médios internos sem impostos subiram a partir de 1991, não havendo repasse dos consideráveis ganhos de produtividade. Por outro lado, a já entrelaçada composição acionária do setor foi complicada com a privatização da Vale do Rio Doce, que tinha participação acionária na Usiminas, mas foi comprada pela concorrente CSN. O resultado foi que, frente às incertezas quanto aos novos arranjos societários, os preços das ações das siderúrgicas caíram logo depois da privatização da Vale, enquanto o Ibovespa apresentava crescimento.

Com relação às privatizações do setor elétrico e telecomunicações, foram criadas as respectivas agências de regulação, sendo que através destas o governo começou a desenhar regras para conter a concentração econômica, faltando a montagem de convênios técnicos entre as agências e o Cade. Para o setor elétrico, foi definido que nenhum grupo poderá controlar mais de 20% do setor de geração ou distribuição, ou mais de 25% somados os dois setores. As privatizações já realizadas seguiram essas regras, sendo que o mencionado consórcio VBC atingiu 8% do mercado de distribuição nacional. O risco é que possam ocorrer rearranjos societários posteriores e montagens de empresas *offshore*, que dificultem o controle do cumprimento das regras. Além disso, isto não impediu o prejuízo dos consumidores do Rio de Janeiro, que após a privatização da Light e Cerj sofreram reajustes de preços e cortes de energia elétrica³⁷.

8) Atração do Investimento Direto Estrangeiro

Como já foi comentado no item 1., a privatização atraiu o investidor estrangeiro de *portfólio*, ou seja aquele que compra e vende ações e títulos de renda fixa de empresas

³⁶ "Centralização de Capitais e Política Antitruste no Brasil" divulgado no jornal GZM de 25/ago/97.

³⁷ O Ministro Sergio Motta, das Telecomunicações, chamou a privatização dessas companhias de "vergonhosa" e atribuiu o fato à falta de regulamentação prévia completa da Aneel (Ver Jornal da Tarde de 31/jan/98). Por outro lado, os sindicatos dos eletricitários acusaram as empresas privatizadas de promoverem excessivos cortes nos gastos de manutenção, incluindo materiais e mão-de-obra.

brasileiras no mercado de capitais. Contudo, a partir de 1994, ocorreu crescente participação da presença do capital estrangeiro nos leilões de privatização, sendo a operação de entrada de recursos registrada como investimento direto. Isto se deveu à retirada de artigo da Lei do PND que limitava a presença do capital estrangeiro em 40%, ao sucesso do plano de estabilização e, fundamentalmente, ao fato de que as empresas que foram colocadas a venda a partir daí pertencerem a setores mais atraentes, destacando-se a energia elétrica e telecomunicações³⁸.

O ciclo começou no leilão de privatização da Light, em maio de 1996, onde o capital estrangeiro adquiriu 57% do capital ordinário, sendo o controle exercido pela Electricité de France (EDF), empresa estatal francesa, que declarou que pretendia aumentar ainda mais seus investimentos no Brasil³⁹. A Cerj foi adquirida pela chilena Chilectra, em sociedade com a espanhola Endesa e a portuguesa EDP. Na concessão da telefonia celular banda B da região de São Paulo, a americana BellSouth liderou um consórcio que pagou US\$ 2,6 bilhões, enquanto o preço mínimo estipulado era de US\$ 600 milhões. A também americana AES Corporation adquiriu a distribuidora Centro-Oeste da CEEE por US\$ 1,5 bilhão. Finalmente, verificou-se a presença em caráter minoritário de empresas estrangeiras em outras privatizações do setor elétrico.

O crescimento da participação do investidor estrangeiro acirrou a concorrência dos leilões e ao mesmo tempo trouxe melhores perspectivas para a captação de recursos externos, aspecto prioritário da política econômica a partir do início da crise asiática.

³⁸ A Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais (SOBEET) fez um estudo sobre os fluxos de capitais externos no país em 1996, chegando a conclusão de que do total dos US\$ 9,6 bilhões de entradas como investimento direto, US\$ 2,3 bilhões referiram-se a pagamentos de compras de empresas privatizadas. Segundo o mesmo estudo, a tendência dos próximos 2-3 anos seria de crescimento dessa participação. Consultar GM de 3/abr/1997.

³⁹ Os governos latino americanos justificam a privatização também porque a gestão estatal fracassou, mas entram em contradição por permitir que empresas estatais domésticas sejam compradas por estatais estrangeiras. Na Argentina, por exemplo, a Aerolíneas foi vendida para a estatal espanhola Ibéria e companhia telefônica foi vendida para as estatais francesa e espanhola do ramo. Esses fatos reforçam a idéia de que realmente o objetivo fundamental da privatização latino americana é reduzir o déficit público, não interessando para quem se vende.

Concluindo este capítulo, observa-se que, no período estudado, o mercado de capitais brasileiro foi fortemente impactado pelo processo de privatização em função da atração do investidor de *portfólio* e direto, alteração nas condições de negociação das ações das companhias privatizáveis/privatizadas, valorização das “moedas podres” e aumento dos serviços financeiros, executados por consórcios com forte presença de empresas estrangeiras. No processo o governo teve papel fundamental, não apenas na ponta vendedora, mas oferecendo financiamento a grandes grupos nacionais e facilitando progressivamente a entrada do investidor estrangeiro.

Ainda dentro do mercado de capitais, os prejudicados foram os acionistas minoritários de algumas companhias privatizadas e de outras empresas afetadas pela concentração econômica que o processo tem trazido.

CAPÍTULO 6

MERCADO PRIMÁRIO DE TÍTULOS

6.1. O Mercado de Capitais como Padrão de Financiamento

De acordo com Studart (1998), o investimento é financiado por: a) lucros acumulados; b) crédito criado ou intermediado pelos bancos; e c) lançamento de títulos. O autor faz ainda uma clara distinção entre *finance* e *funding* do processo de investimento. O primeiro seria fornecido pelos bancos e das condições oferecidas decorre a decisão de investimento. Já o *funding* estaria ligada à poupança macroeconômica e às formas de transformação da maturidade dos passivos das unidades investidoras. Ou seja, o *funding* é a efetiva estrutura de financiamento do investimento ou ainda o padrão de financiamento do investimento. A eficiência de um sistema financeiro no contexto do desenvolvimento econômico seria medida pela sua capacidade de ofertar *finance* e *funding* sem incrementar substancialmente a fragilidade ou iliquidez do sistema, ao mesmo tempo em que permitisse uma adequada alocação de recursos.

Zysman (1983), com base em estudos empíricos, concluiu que existem vários tipos de arranjos financeiros nos padrões de financiamento, havendo, de início, a divisão básica entre o padrão baseado no mercado de capitais (*market based*), como nos Estados Unidos, e o baseado no sistema de crédito, como no Japão e Alemanha. Como aponta Studart (1995,1998), historicamente o modelo de mercado de capitais foi exceção e os países em desenvolvimento montaram suas estruturas de financiamento baseadas no crédito bancário. Nas experiências desenvolvimentistas, o modelo de crédito bancário foi administrado pelo Governo.

Diversos autores concluem que a partir dos anos setenta ocorrem importantes transformações financeiras a nível internacional, que levam ao crescimento do mercado de capitais como padrão de financiamento. Braga (1997) concluiu pela constituição de um novo padrão de riqueza, irradiado pelos Estados Unidos e difundível internacionalmente, cujas principais características são: a) declínio da moeda e dos depósitos bancários, substituídos por ativos que geram juros; b) securitização, que interconecta os mercados creditício e de capitais; c) formação de conglomerados de serviços financeiros; d) ampliação das funções financeiras no interior das corporações produtivas; e) intensificação da concorrência financeira, a nível global; f) bancos

centrais orientados para o mercado; e g) dólar como moeda estratégica mundial. No plano internacional, esse padrão de riqueza se exercita, concretamente no mercado de capitais.

De acordo com Belluzzo (1997), nesses mercados de finanças securitizadas, é crescente a participação das famílias como ofertantes de fundos e detentores de títulos, através dos investidores institucionais, enquanto do lado dos emissores estão os tesouros nacionais, em especial o Governo Americano, grandes empresas e bancos. Esses mercados apresentam três características: a) profundidade, implicando mercados secundários de grande porte; b) liquidez e mobilidade; e c) volatilidade, que estimulou o mercado de derivativos. A esses mercados de capitais internacionalizados cabe a tarefa de avaliar e selecionar os novos projetos de investimento.

Tavares e Melin (1997) afirmam que também a seguridade social e os sistemas de habitação, dependentes de projetos atuariais de longo prazo, entraram na lógica global, tentando combinar segurança e rentabilidade.

No caso brasileiro, verificou-se na reformas monetário-financeiras de 1965-67, a inspiração no modelo financeiro norte-americano, à época segmentado e baseado no mercado de capitais. Paralelamente, foram desenvolvidos mecanismos de poupança compulsória, organizados pelo Governo Federal, para financiar a infra-estrutura e a construção civil. O que se verificou, ao longo dos anos setenta, foi que o mercado de capitais não se desenvolveu, ficando as instituições criadas para esse fim (bancos de investimento, corretoras e distribuidoras), voltadas para movimentos de curto prazo com ações, operações de *open-market* e repasses de captações externas.

Acerca do fraco desempenho do mercado de capitais na época, Cruz (1994) afirma que as reformas de 1965-67 foram exitosas no sentido de recompor a capacidade de financiamento do setor público e criar crédito ao consumidor, mas o modelo de financiamento de fato prescindia de um mercado de capitais doméstico. O financiamento privado foi feito com recursos próprios e captações externas, principalmente sob forma de empréstimos. Os oligopólios garantiram o auto-financiamento através de elevados *mark-ups* e do regime salarial.

Assim, o que vigorou nos períodos do “milagre econômico” e do II PND, foi o padrão de financiamento baseado no crédito (externo principalmente) e recursos fiscais e para-fiscais. Esse modelo vai se exaurindo e se encerra definitivamente com a crises da dívida externa do início dos anos 80 e do endividamento público interno ao longo dos anos 80, ambas interdependentes.

Constatada a falência do padrão de financiamento, começaram a ser discutidas, a partir da segunda metade dos anos oitenta e encerrado o regime militar, qual o novo padrão de financiamento recomendável e viável para um novo ciclo de crescimento econômico. Bresser Pereira (1987), Ministro da Fazenda do Governo Sarney, recomendava a recuperação da capacidade de financiamento do governo, mostrando-se na época cético quanto à alternativa da privatização. Medeiros (1993), ainda antes do Plano Real, analisou algumas alternativas, recomendando um modelo misto, onde os bancos estatais deveriam ser fortalecidos, formando efetivos conglomerados financeiros, aproximando-se dos modelos dos grupos financeiros privados, destacando que era fundamental, para a construção de um novo padrão, atingir certa estabilidade macroeconômica.

Como já foi comentado em capítulos anteriores, o Brasil passou nos anos noventa pela implementação de uma série de reformas de inspiração neoliberal, entre as quais a progressiva abertura ao investidor estrangeiro de *portfolio* e a privatização. A adoção de tais políticas ao lado da farta liquidez internacional e globalização, viabilizou a implantação e manutenção do Plano Real em 1994. A própria natureza das reformas - incompletas ainda - implicou o crescimento do mercado de capitais, seja pela internação do modelo global por parte do investidor estrangeiro, seja pelo processo de privatização ou ainda pela atuação dos bancos estatais remanescentes, em especial o BNDES.

Até o encerramento do período estudado neste trabalho, pode-se concluir que do lado do fornecedor de recursos de *funding* estavam dadas as condições para o aprofundamento da importância do mercado de capitais como padrão de financiamento do investimento, sendo esses fornecedores os investidores institucionais domésticos e o investidor estrangeiro, temas já discutidos nos capítulos 2 e 3. Resta analisar o comportamento do lado do tomador de recursos, ou seja as unidades que tomam decisões de investimento..

6.2. Movimento de Abertura de Capital

No mercado de capitais doméstico uma companhia é considerada aberta quando faz a colocação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão. São considerados valores mobiliários as ações, os bônus de subscrição, as debêntures, as partes beneficiárias e as notas promissórias para distribuição pública¹. Entre estes, os principais títulos têm sido as ações e as debêntures, simples ou conversíveis em ações, sendo que o mercado considera que a plena abertura de capital ocorre quanto há o lançamento de ações ao público, em função das transformações impostas à empresa nesse processo, notadamente se a empresa passa a ser listada em bolsa. As operações de abertura de capital precisam ser registradas na CVM, assim como as posteriores colocações públicas de outros lotes de valores mobiliários e os programas de *depository receipts*.

A abertura de capital pode ser feita através da emissão primária de títulos, trazendo recursos à companhia emissora, ou através da distribuição secundária de participação detida por acionista, também conhecida por *block trade*. Neste último caso se enquadra o processo de privatização já discutido. Após o lançamento inicial através de ações, as empresas costumam obter registro em bolsas de valores, para garantir liquidez aos títulos lançados. Os títulos de renda fixa são negociados no mercado de balcão, sendo que a maior parte das operações com debêntures são registradas e liquidadas através do Sistema Nacional de Debêntures (SND), criado em 1988 e operado através da Cetip.

Os lançamentos de títulos de renda fixa no mercado internacional estão sob controle do Banco Central e não exigem procedimentos de abertura de capital através da CVM. Respeitadas as regras do Banco Central, o modelo de cada operação atende às demandas do mercado alvo, assunto já tratado no capítulo 3 deste trabalho.

A atividade relativa ao lançamento primário de títulos é chamada de *underwriting*, que também pode incluir operações de distribuição secundária. Os procedimentos de abertura, lançamento de valores mobiliários e posterior registro para negociação secundária no Brasil (ver figura 6.1.) não diferem muito dos verificados nos Estados Unidos, inclusive porque a própria CVM foi

¹ O conceito de valor mobiliário foi ampliado recentemente, através da Medida Provisória no. 1.637 de 8/jan/1998, passando a incluir qualquer título ou contrato coletivo lançado publicamente.

inspirada na SEC americana. Mas, esta última é muito mais rigorosa quanto à qualidade e quantidade das informações necessárias à abertura de capital e manutenção da condição de companhia aberta, sendo as irregularidades punidas com rapidez e passíveis de processos judiciais.

As empresas brasileiras que lançam *depository receipts* nos Estados Unidos acabam oferecendo aos investidores americanos um nível de informação muito superior ao oferecido usualmente no mercado doméstico. Neste, a abertura de capital de uma companhia e listagem em bolsa leva em torno de três meses, sendo que a mesma companhia não conseguiria lançar seus títulos na bolsa de Nova York num prazo inferior a um ano².

Além dessas maiores exigências, existe no mercado de capitais norte-americano mais cuidados com a divulgação pública da informação. Dessa forma, os grandes administradores de recursos no Brasil, e principalmente aqueles que administram recursos do exterior, fazem uma verdadeira arbitragem de informação e pressionam as companhias para obtenção de informação privilegiada, o que não é permitido tanto pela CVM como pela SEC³.

A privatização de companhias abertas também emissoras de *depository receipts* tem exigido maiores cuidados por parte do governo com relação ao acionista minoritário estrangeiro. No caso da modelagem da Telebrás, o governo, por exigência da SEC, preparou apresentações com explicações sobre o assunto ao longo do processo, para que o investidor americano pudesse avaliar os impactos. Esse tipo de cuidado as autoridades não tinham com a CVM, nos casos de privatização de companhia aberta apenas negociada no mercado doméstico.

² A Cia. Bras. de Distribuição (Pão de Açúcar) gastou 15 meses para atender as exigências da SEC, enquanto o Unibanco despendeu 28 meses, nas operações de *depository receipts* mencionadas no capítulo 3 deste trabalho. (Consultar Rev. Carta-Capital de 25/jun/97).

³ Nesse sentido, Walter Stoeppelwerth, diretor da divisão América Latina do Banco de Investimentos Roberto Fleming de N. York, afirmou: "Uso meu cargo para fazer pressão e conseguir informações exclusivas com a cúpula das empresas (...) Este é um mercado de informações *insider*, com vantagem para os Garantias e Pactuais da vida". (Consultar Rev. Carta-Capital de 25/jun/97).

Lançamento de Ações - Etapas, Responsabilidades e Cronograma

Fig.6.1.

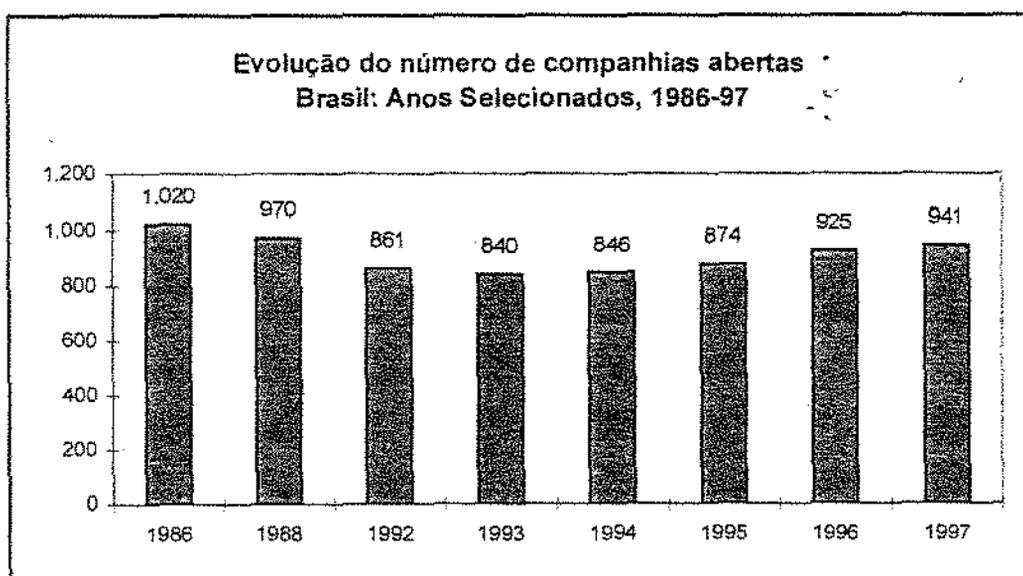
Etapas	Responsáveis						Número de Semanas														
	Empresa e Consult.	Intermed. Financ.(s)	CVM	Bolsa	Inves-tidores	Inde-finido	1ª	2ª	3ª	4ª	5ª	6ª	7ª	8ª	9ª	10ª	11ª	12ª	13ª	14ª	
1ª Análise preliminar sobre a conveniência da abertura	X	X				■															
2ª Escolha do Intermediário Financeiro	X	X					■	■	■												
3ª Estudos técnicos, definição de preço e volume	X	X					■	■	■	■	■										
4ª Adaptação dos estatutos e outros procedimentos legais	X	X					■	■	■	■	■										
5ª AGE deliberativa da operação e período de preferência	X								■	■	■	■	■								
6ª Contratos de coordenação e distribuição		X							■	■	■	■	■								
7ª Processo de obtenção do registro junto à CVM	X	X	X							■	■	■	■	■							
8ª Formação do "pool" de distribuição		X								■	■	■	■								
9ª Marketing junto aos investidores potenciais	X	X			X							■	■	■	■						
10ª Anúncio de início de distribuição pública	X	X														■					
11ª Subscrição dos novos papeis ou leilão em Bolsa		X			X												■				
12ª Liquidação financeira		X			X													■			
13ª Anúncio de encerramento de distribuição pública	X	X																	■		
14ª Registro da empresa em Bolsa(s) de Valores	X	X		X																■	

Fonte: Bovespa (1997a)

Como pode ser visto na tabela 6.1., no período estudado verificou-se a redução do número de companhias abertas, embora nos últimos anos tenha ocorrido certa recuperação. A retração se deve à falta de atratividade do mercado acionário a partir do Plano Cruzado até 1992, ao processo de fusões e reestruturações societárias das companhias privadas e à concentração dos negócios com ações nas empresas estatais, assuntos já discutidos no capítulo 4 deste trabalho. A recuperação nos anos mais recentes foi liderada pelas companhias de *leasing* e de securitização de recebíveis, que lançaram debêntures, algumas empresas familiares de porte que abriram o capital objetivando também lançar ações no mercado internacional e, finalmente, estatais passíveis de privatização. O número de companhias listadas em bolsa no período situou-se na casa dos 550 e o número de empresas abertas de fato, acompanhadas pela comunidade dos analistas, situou-se na casa dos 200.

O número de companhias estrangeiras que promoveram abertura de capital no mercado doméstico foi irrelevante. De maneira geral, elas sempre tiveram fontes de financiamento externo e aportes das matrizes, sendo que também a legislação vigente no período não concedeu a elas o privilégio de lançar ações sem direito a voto. Em 1996, foi lançado o mecanismo de BDRs, objetivando atrair empresas estrangeiras, listadas em bolsas internacionais, para a negociação em bolsas domésticas e o resultado foi o mesmo desinteresse.

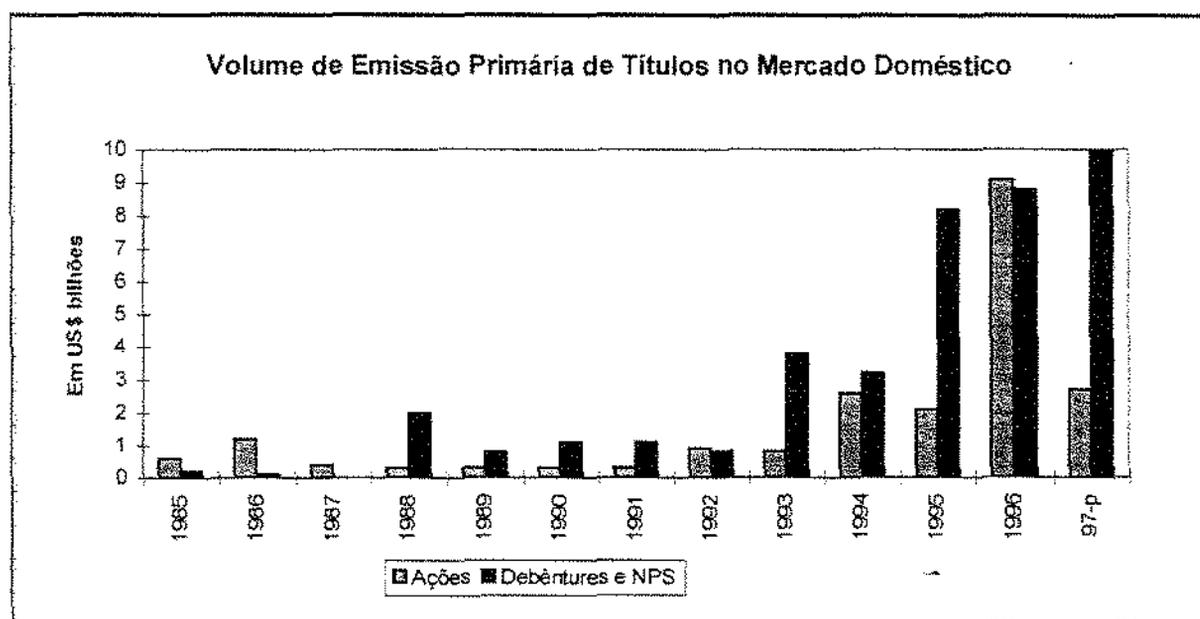
Tabela 6.1.



Fonte: CVM 1997: até junho

Os volumes captados através das diversas modalidades de títulos apresentaram consideráveis oscilações no período (gráfico 6.2), acompanhando a conjuntura da economia brasileira e as condições gerais do mercado financeiro. A análise histórica permite distinguir dois períodos: a) Do Plano Cruzado ao Plano Collor, quando as emissões estavam voltadas apenas para o mercado doméstico e o seu volume médio foi baixo; e b) De 1992 a 1997, quando o mercado primário passou a ser condicionado pelo aumento do grau de abertura ao investidor estrangeiro e pela privatização das grandes estatais, sendo que os volumes de lançamento foram crescentes⁴.

Gráfico 6.2.



Fonte: CVM p: preliminar

6.3. Do Plano Cruzado ao Plano Collor

O ano de 1986 foi um marco para o mercado primário de ações. Em função da inicial queda das taxas de juros e das perspectivas de crescimento abertas pelos primeiros meses do Plano Cruzado, muitas empresas optaram por financiar seus planos de investimento através do lançamento de

⁴ Os volumes de emissão apurados e registrados pela CVM referem-se somente às emissões públicas de valores mobiliários. Ocorreu em anos recentes um volume expressivo de emissões privadas de companhias abertas, sendo que os valores referentes a 1995-97 deverão ser divulgados em 1998, de acordo com resolução da própria CVM. Este órgão estimou que em 1997 teria ocorrido um volume de emissão privada da ordem de US\$ 4 bilhões.

ações. Como o mercado secundário estava aquecido, a maior parte das empresas não encontrou dificuldades de colocação a bom preço. Os processos eram rapidamente analisados pelos compradores, sendo que empresas despreparadas para a abertura de capital acabaram promovendo-a, com plena aceitação do mercado. Quando o governo tomou medidas de contenção do consumo e corrigiu a política monetária, o mercado secundário já estava retraído, antecipando-se ao fato, e os novos lançamentos de ações foram encontrando progressivas dificuldades de colocação. Também os incentivos oficiais de apoio ao lançamento de ações - como o Procap do BNDES - foram se reduzindo⁵.

Seguiu-se um período de altas taxas de juros e crescente endividamento por parte das empresas, sendo que os lançamentos de títulos concentraram-se nas debêntures, notadamente para a reestruturação de passivos. Em 1988, foi feito o famoso lançamento de US\$ 2 bilhões de debêntures da Siderbrás, coordenado pelo Citibank, com o objetivo de consolidar as dívidas das empresas pertencentes à holding. Como a Siderbrás não honrou o serviço dessa dívida, essas debêntures passaram a ser negociadas com deságio no mercado secundário e finalmente se transformaram em moeda de privatização em 1990.

No geral, os lançamentos de debêntures desse período foram feitos em condições muito desfavoráveis para os emitentes, tendo como principais tomadores as próprias tesourarias dos bancos coordenadores das operações. Como havia grande incerteza quanto à futura existência dos presentes indicadores de preços, os títulos eram indexados por uma "cesta de índices", prevalecendo o maior entre os índices à cada período de apuração do valor do serviço da dívida a ser apropriado ou pago⁶. Como resultado disso, debêntures lançadas para reestruturar passivos, acabaram aprofundando as dificuldades financeiras das empresas emitentes e desestimulando novos lançamentos.

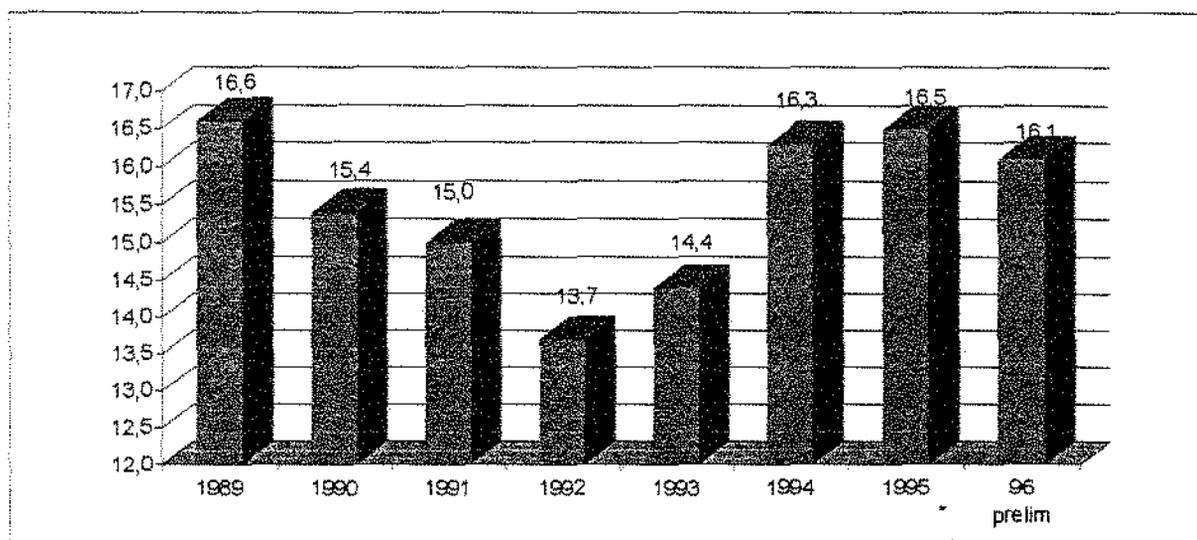
⁵ O Procap era uma linha de financiamento a investidores para subscrição de novas ações. As últimas operações relevantes foram feitas ao final do Gov. Sarney, entre as quais pode-se destacar o apoio a lançamentos de ações da Sharp, do Grupo Machline, onde o mercado opunha resistências, dado o endividamento do mesmo e as incertezas setoriais.

⁶ Por ocasião do Plano Verão, em jan/89, houve expressiva disparidade entre os indexadores mais usados nestas cestas, gerando muitos conflitos e necessidade de renegociação entre emissores e tomadores. Em jan/89, o IPC-IBGE foi de 70,28%, enquanto o IGP-DI foi de 36,53%; já em fev/89, os mesmos índices foram de 3,6% e 11,8% respectivamente. O câmbio oficial variou 32,1% em jan/89 e permaneceu congelado em fev/89 e mar/89.

A situação permaneceu nesses termos até o Governo Collor, cujo plano de estabilização também contribuiu para piorar o mercado de ações e debêntures, dado o enxugamento drástico da liquidez e o posterior efeito recessivo⁷. Muitas empresas providenciaram o fechamento de seu capital, para reduzir custos ou porque efetivamente estavam distanciadadas do mercado, não justificando a manutenção da condição de companhia aberta. Adicionalmente, algumas deixaram de existir no período, ou foram incorporadas por outras. Por outro lado, a taxa de investimento do país foi baixa e declinante (Gráfico 6.3.) e a taxa de juros alta na maior parte do tempo, desestimulando operações de *underwriting* para financiamento de novos projetos.

Gráfico 6.3.

Taxa de Investimento Líquido como % do PIB



Fonte: IPEA

Um aspecto a destacar ainda sobre o período 1987-92 é que a partir da segunda metade dos anos 80, o BNDES passou a concentrar suas atividades de mercado de capitais na subsidiária BNDESpar, criada em 1982. Atuando como compradora de ações e debêntures, essa subsidiária ocupou o lugar do ausente investidor privado, fornecendo recursos às empresas e certa sustentação ao mercado. Os aportes de capital do BNDES, a posterior valorização das ações a partir do início de 92 e a alavancagem decorrente das operações com ações de estatais

⁷ Um estudo detalhado dos efeitos do bloqueio da liquidez decorrente do Plano Collor encontra-se em na tese de doutoramento de Carvalho (1996).

privatizáveis, transformaram o BNDESpar progressivamente no maior agente investidor individual doméstico. Sua carteira de investimentos, que era da ordem de US\$ 1 bilhão em 1985, atingiu o patamar de US\$ 9 bilhões em 1996, pouco inferior aos US\$ 10 bilhões do Patrimônio Líquido do BNDES.

Tabela 6.1.

Composição da Carteira do BNDESpar: 1995-97

Itens	Dez/95	Dez/96	Ago/97
Total de Empresas - unidade	157	161	152
Valor de Mercado - US\$ milhões	6.452	9.392	10.675
Ações/Fundos - US\$ milhões	5.758	7.534	9.062
Debêntures - US\$ milhões	694	1.859	1.613
Movimento da Carteira:			
Investimento do Ano - US\$ milhões	676	2.377	1.715
Desinvestimento do Ano - US\$ milhões	142	1.407	2.752

Fonte: BNDESPAR in Rev. Abamec-Rio Set/97

6.4. Mudanças no Mercado Primário no Período 1992-97

Encerrou-se juntamente com o fracasso do Plano Collor um ciclo em que a dinâmica do mercado primário de títulos não financeiros era apenas dada pelos fatores internos, a saber, o mercado secundário doméstico, a capacidade e predisposição de absorção desses títulos por parte dos investidores domésticos, e a forte influência do governo, através do sistema BNDES/BNDESpar e da ingerência na política de investimentos dos fundos de pensão das estatais. A partir de 1992, o mercado primário de títulos começou a crescer impulsionado pela crescente liquidez internacional e pela progressiva abertura financeira. Paralelamente, ocorreu a flexibilização das regras no mercado doméstico, viabilizando a estruturação de inovadoras operações de captação de recursos, como a securitização de dívidas e recebíveis.

A mudança acima observada refere-se principalmente ao mercado de renda fixa. No começo dos anos 90, as principais empresas tomadoras de recursos, de início estatais e filiais estrangeiras, passaram a lançar títulos de renda fixa no mercado internacional, aproveitando a liquidez e as baixas taxas de juros internacionais, sendo esse movimento acelerado pela renegociação da dívida externa brasileira, nos termos do Plano Brady, assunto já discutido no capítulo 3. Como analisa Baer (1996), nesse período de nova inserção financeira internacional, a captação de recursos via colocação de títulos no exterior constitui-se em fonte importante de financiamento para as grandes empresas. As empresas privadas de médio porte tiveram acesso a esse mercado indiretamente, através dos repasses internos das captações feitas pelos bancos no mercado internacional, viabilizados pelas flexibilizações na antiga Resolução 63.

O único fornecedor de financiamento doméstico para investimento que concorreu com a captação internacional, em termos de custos, foi o BNDES, sendo que parte dos recursos oferecidos também se originaram de captações externas. Em 1996, os desembolsos do Banco foram da ordem de US\$ 9 bilhões, atingindo US\$ 11 bilhões em 1997. A tabela 6.2. apresenta um comparativo das condições de financiamento entre BNDES, captações internacionais e debêntures no mercado doméstico, em abril de 1997, antes, portanto, das turbulências financeiras iniciadas em julho no Sudeste Asiático, em decorrência das quais as autoridades monetárias brasileiras elevaram drasticamente as taxas de juros domésticas.

Tabela 6.2.

Comparativo das Condições de Captação de Recursos a Médio e Longo prazos - Abril/97

Condição	BNDES/Finep	Euronotes	Import.Equip.	Resol.63	Debêntures	Debêntures
Prazo	10 anos	3 anos	1 a 5 anos	1 a 3 anos	1 ano	10 anos
Custo básico	TJLP+ 2% a 6,5% aa	Tx. Treasury + 400 a 600 BP	Tx. Libor + 2% a 4% aa	Var.Cambial + 13 a 16,6% aa	25,8% a 30,6% aa	25,0% a 28,5%aa
Custo Total*	12,5% a 17,5% aa	19,1% a 21,5% aa	16,8% a 18,9% aa	21,0% a 26,7% aa	25,8% a 30,6% aa	25,0% a 28,5% aa

Fonte: Blaser e Fafner In GZM de 13/mai/97

* Nesse cálculo, adicionou-se ao custo básico os demais custos envolvidos nas operações, como comissões de intermediários, custos legais, IOF e IR.

Apesar da concorrência externa, o mercado interno de debêntures também apresentou crescimento (Tabela 6.3.) porque o mercado foi sendo ocupado pelas companhias de leasing das grandes instituições financeiras (que puderam repassar o custo desse *funding* aos contratos de arrendamento mercantil), pelas companhias de securitização de recebíveis, ou ainda pelas empresas estatais em fase de reestruturação de passivos ou privatização.

A securitização de recebíveis foi regulada pela Resolução do CMN no. 2026/93, seguindo tendências internacionais. Consiste na criação de uma empresa de propósito específico, que compra créditos de outra companhia do grupo, derivados de concessão de crédito ao consumidor. A primeira operação realizada no país foi a da Mesbla Trust, vindo depois operações feitas por Bom Preço, Abril, Mappin e Bahia Trust⁸.

Com relação às emissões de debêntures por parte de estatais, foram levantadas irregularidades quanto à aplicação dos recursos captados em algumas operações, o que obrigou a CVM a fazer uma investigação em onze operações de emissão desde 1993, no valor de US\$ 2 bilhões, sendo a CESP e a Eletropaulo responsáveis por 63% desse valor⁹.

As debêntures com melhor qualidade de crédito acabaram ficando nas carteiras das tesourarias e dos fundos administrados das instituições financeiras coordenadoras do *underwriting*, não gerando negócios pulverizados, concentrando mais o mercado. O BNDESpar também foi grande comprador de debêntures, porque estes títulos oferecem mais garantias e são um passo inicial à plena abertura de capital de companhias de menor porte¹⁰. Sua carteira de debêntures atingiu US\$ 2 bilhões ao final de 1996.

Os investidores estrangeiros em anexo IV também foram importantes compradores de debêntures, mas em mai/97, através da Res. CMN no. 2384/97, o governo proibiu a colocação de debêntures de companhias de *leasing* e de securitização de recebíveis nesse tipo de carteira, para evitar que o investidor estrangeiro financiasse o crédito ao consumidor.

⁸ Sobre os mecanismos da operação, consultar CVM (1994).

⁹ Dados dessa investigação foram enviados a CPI dos Títulos Públicos (ou dos precatórios). Um dos resultados da referida CPI foi a obrigatoriedade de que novas emissões do setor público sejam feitas através de leilão de taxas de juros, para evitar novas irregularidades. Consultar GZM de 15/5/97 e 6/01/98.

¹⁰ Sobre o comportamento do mercado de debêntures em anos recentes, consultar GZM (1995-a, 1996-a e 1997-c) e a Rev. Mercado de Capitais da Abamec-SP de nov/dez-96.

Tabela 6.3.

Emissão de Títulos de Renda Fixa: 1992-97 - em US\$ bilhões

Ano	Merc. Interno (A)	Mercado Externo(B)	TOTAL
	Debêntures e NPs	Bonus, Notas e C.Paper	(A) + (B)
1992	0,8	6,0	6,8
1993	3,8	7,9	15,5
1994	3,2	6,2	9,4
1995	8,2	10,0	18,2
1996	8,8	18,6	28,6
1997	10 p	20,9	31 p

Fontes: CVM e BACEN p - preliminar

No que se refere ao mercado de renda variável, embora tenha havido progressiva elevação dos índices das bolsas, o mercado primário não apresentou reação compatível pelas seguintes razões:

a) O aquecimento das bolsas a partir de 1992 deu-se com a concentração dos negócios nas estatais passíveis de privatização, não havendo demanda expressiva pelas companhias privadas. Assim, criou-se condições relativamente melhores para a emissão primária de papéis de empresas estatais. A análise particularizada dos lançamentos de ações do período (tabela 6.4.) mostra que os principais volumes foram emitidos pelas estatais, entre elas Eletrobrás, CESP e Sistema Telebrás, em 1994, e Banco do Brasil em 1996. Esta última deve ser desconsiderada, pois tratou-se de um aporte especial para capitalização de R\$ 8 bilhões, cuja maior parte foi subscrita pelo Governo Federal, sendo que a Previ, fundo de pensão dos funcionários do próprio banco, foi chamada a complementar a subscrição, aportando US\$ 1 bilhão.

Finalmente, a própria privatização de grandes empresas estatais em leilões - uma distribuição secundária - atraiu os investidores interessados em comprar ações, desviando-os do interesse no mercado primário.

b) Até meados de 1995, a situação macroeconômica não era propícia ao lançamento de ações. Havia dúvida quanto a eficácia do Plano Real em garantir a estabilização e, adicionalmente, ocorreu a Crise do México, impactando as bolsas de valores dos países em desenvolvimento. No segundo semestre de 1997, os impactos da “Crise do Sudeste Asiático” suspenderam ou postergaram novos projetos de lançamentos de ações.

c) Com os juros internos mantidos em patamares altos, não existiram projetos capazes de apresentar uma rentabilidade suficientemente atrativa que viabilizasse a tomada de recursos no mercado acionário. Ou seja, as empresas não apresentaram projetos cuja taxa de retorno fosse alta o suficiente para o cobrir o custo de oportunidade do aplicador em renda ~~fixa~~. De acordo com Costa e Silva, presidente da CVM¹¹, as ações concorriam, em 1996, com títulos de renda fixa de grandes bancos que pagavam de 18% a 20% a.a., equivalente a um Índice P/L de 5 a 6, enquanto o IP/L médio de mercado secundário (puxado pelas estatais) era de ordem de 12.

d) A taxa de investimento do país permaneceu estagnada no período (gráfico 6.3.). Como analisam Laplane e Sarti (1997), no geral, as empresas promoveram reestruturações, introduzindo novas técnicas de gestão e diminuindo o conteúdo local dos produtos, sem aumento da capacidade, utilizando-se preferencialmente recursos próprios e empréstimos do BNDES¹². Adicionalmente, as decisões de investimento verificadas em anos recentes, referiram-se principalmente a bens de consumo duráveis, com baixa capacidade de realimentar endogenamente o crescimento e o investimento.

e) Continuou persistindo nos grupos controladores privados nacionais o preconceito contra a abertura de capital e democratização do controle. Mesmo entre as empresas abertas, o tratamento dado ao acionista minoritário foi inadequado, desestimulando os investidores. Estes, por sua vez, continuaram exigindo consideráveis deságios em relação ao valor

¹¹ Consultar GZM de 19/dez/96.

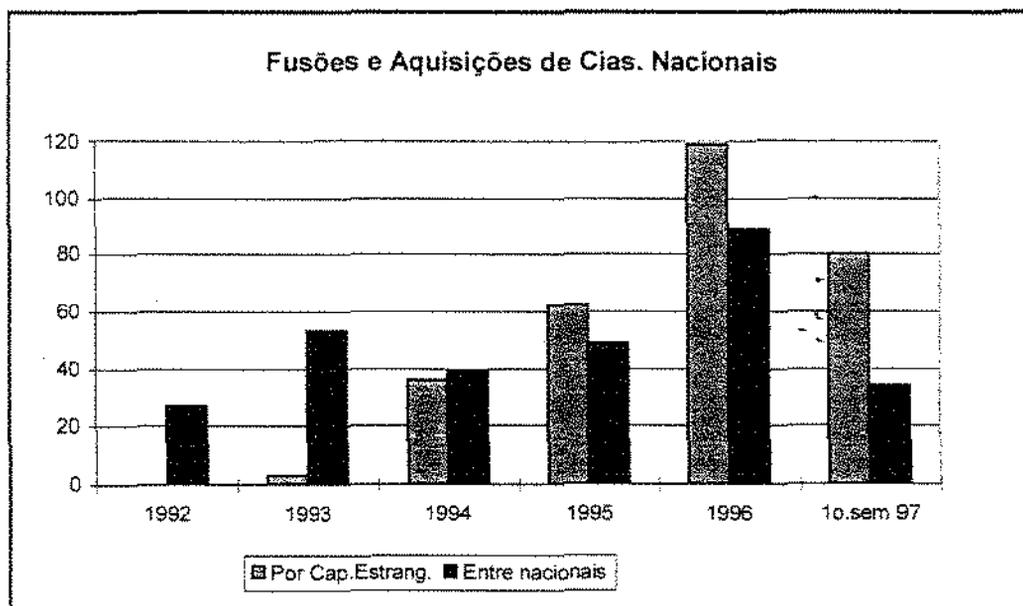
¹² O Grupo Votorantim, o maior grupo privado do país, apresentou seu plano de investimentos de 1998, declarando-o contingenciado pelas incertezas do cenário internacional. A estimativa de desembolso foi da ordem de US\$ 977 milhões (contra US\$ 900 milhões em 1997), sendo apenas 1/3 destinado à expansão e os outros 2/3 à modernização e aquisição de novos negócios, entre os últimos participação na Usiminas. O funding declarado desses investimentos são disponibilidades financeiras do grupo e reinvestimentos dos lucros projetados. (in GZM 27/02/98)

patrimonial ou à cotação de mercado para subscrever emissões primárias (*underpricing*)¹³, desestimulando os controladores a abrirem capital ou fazerem novos lançamentos. Configurou-se, assim, uma espécie de círculo vicioso.

f) Entre 1992-97, o movimento de fusões e aquisições de empresas de capital privado nacional foi muito maior do que o de abertura de capital dessas companhias. Ou seja, a tendência dos controladores foi negociar a venda do controle e não abrir o capital, sendo que o investidor estrangeiro progressivamente afirmou-se como o grande comprador nesse processo.

Segundo levantamentos da consultoria KPMG¹⁴, as operações desse tipo no período envolveram US\$ 33 bilhões, dos quais US\$ 20 bilhões vieram do exterior. O gráfico a seguir apresenta a distribuição das operações que foram divulgadas pela imprensa, por ano e por tipo de comprador. No cômputo geral, os setores onde se verificaram mais operações foram o financeiro, alimentos/bebidas, química/petroquímica, eletro-eletrônica e auto-peças.

Gráfico 6.4.



Fonte: KPMG e GZM

¹³ Acerca dos preços de emissões realizadas por companhias brasileiras nos anos 90, consultar a tese de doutoramento de Furtado (1997).

¹⁴ Estudo divulgado in GZM de 31/jul/97

g) Para companhias de médio porte, é alto o custo da abertura inicial de capital, seja por ações ou debêntures, e também os gastos para a manutenção da condição de companhia aberta. Entre os custos destacam-se as taxas pagas à CVM e às bolsas, as publicações obrigatórias e os departamentos de acionista e de relações com investidores. Foram feitas várias propostas¹⁵ à CVM e às bolsas para redução dos custos de emissão e listagem de companhias de médio porte, mas nada relevante foi deliberado no período.

h) Alguns lançamentos de ações ocorridos objetivaram captar no mercado internacional, através do lançamento conjunto de ADR Nível III, caso da Aracruz, Multicanal e Pão de Açúcar. Observou-se também que muitos outros lançamentos primários foram seguidos posteriormente de lançamentos de ADR Nível I¹⁶, o que significa que boa parte destes também objetivaram captar no mercado internacional.

A tabela a seguir apresenta os principais lançamentos de ações verificados nos anos 1992-97.

¹⁵ Um bom conjunto de propostas encontra-se no estudo de Fontaine e Cruz(1996), encomendado pela Bovespa.

¹⁶ Como já foi comentado, a colocação de ADR I, no mercado de balcão, é muito menos complicada do que lançar ADR III. Então, foram estruturadas operações de emissão primária no Brasil, posteriormente revendidas ao mercado internacional, através de operações secundárias.

Tabela 6.4.

Principais Lançamentos Primários de Ações, 1992-97

Data	Companhia	Valor da Emissão US\$ mi	Observações
Total do ano 1992	-	943	
Jan-92	Banco do Brasil	140	
Fev-92	Grupo Gerdau	50	Lançamento conjunto de 3 empresas
Mai-92	Caerni	60	
Mai-92	Aracruz	250	Lançamento conjunto de ADR III
Set-92	Bco.Nacional	80	Quebrou Operação PROER em 1996
Total do ano 1993	-	841	
Abr-93	Bco.Brasil	58	
Jun-93	Eletróbrás	302	Lançou ADR I em dez-94
Nov-93	Bco.Nacional	60	
Dez-93	Cia.Ipiranga	81	
Dez-93	Bco.Brasil	143	
Total do ano 1994	-	2.391	
Abr-94	BFB	87	O Bco.Itau comprou o controle
Set-94	Telebrás	370	Lançou ADR II em out-92
Out-94	Eletróbrás	739	Lançou ADR I em dez-94
Out-94	CESP	238	Lançou ADR I em Fev-94
Dez-94	Telerj	94	
Dez-94	Telesp	117	
Dez-94	Telemig	94	-
Dez-94	Suzano	52	Lançou ADR I em nov-93
Total do ano 1995	-	2.112	-
Jan-95	Gr. Econômico	417	Quebrou o banco Proer em 1996
Mar-95	Jari	110	
Jun-95	Perdigão	55	Reestruturação societária
Jul-95	IVEN	207	Consórcio de compra da Escelsa
Jul-95	Bradesco	80	
Jul-95	Cia.Lat.Americ*	323	Holding Part. organizada B.Pactual
Set-95	Pão de Açúcar*	112	Lançamento de ADR III
Set-95	Itautec-Philco	120	Reestruturação societária
Nov-95	Moinho Santista	89	
Dez-95	Wentex Têxtil	62	
Dez-95	Eluka Com.	57	
			(continua)

* Abertura de Capital

Tabela 6.4 (cont.)

Data	Companhia	Valor da Emissão US\$ mi	Observações
Total do ano 1996	-	9.155	
Jan-96	Telef.Rib.Preto*	51	
Fev-96	Bradesco	102	
Abr-96	Paraibuna	60	
Abr-96	Giobex Util.	59	Lançou ADR I em fev-97
Mai-96	Bco.Brasil	8.003	Capitaliz. por parte do Gov.Federal
Ago-96	Bco.Bandeirantes	69	
Ago-96	Acesita	161	Lançou ADR I em jul-94
Out-96	Celesc	112	Lançou ADR I em set-96
Out-96	Brazil Realty	80	Grupo Soros. Lançou ADR I em out-96
Out-96	Multicanal	107	Grupo R.Marinho. Lçto ADR III
Dez-96	Inepar	170	
Total até jul/97	-	2.137	
Jan-97	Ferronorte	333	
Mar-97	Playcenter	49	
Abr-97	Caemi	179	
Abr-97	La fonte	94	
Mai-97	Latasa*	82	Lançou ADR 144 A em mai-97
Mai-97	Sudameris	115	
Mai-97	Pão de Açucar	52	Lançou ADR III em set-95
Jun-97	Unibanco Hold.	78	lançamento ADR III. P/compra Nacional
Jun-97	Unibanco	157	o mesmo
Jun-97	Bombril	315	Lançou ADR I em mai-94
Jul-97	Copel	493	Lançamento de ADR III
			-

Fonte: CVM

Com relação aos coordenadores das operações domésticas de *underwriting*, no período estudado permaneceram como líderes do *ranking* os tradicionais líderes Bradesco, Unibanco, Itau, o Banco do Brasil e o BNDES, mas ocorreu também a emergência de bancos que no final dos anos 80 não tinham qualquer expressão no segmento, como o Banco Garantia, o Patrimônio (associado com Salomon Brothers) e o BBA. O Citibank que tinha forte presença no mercado doméstico no final dos anos 80, voltou-se novamente para a captação internacional, colocando títulos brasileiros no exterior. Por outro lado, novos intermediários internacionais começaram a entrar no mercado doméstico associando-se aos *underwriters* tradicionais no caso de colocação envolvendo ADRs.

Tabela 6.5

Ranking* das Operações de *Underwriting* - 1997 - US\$ Milhões

		AÇÕES **			R.FIXA	
1	Bradesco	1.129		1	Bradesco	1.528
2	Garantia	463		2	Unibanco	1.042
3	BNDES	454		3	Itaú Bankers	998
4	B.Simonsen	346		4	Banespa	955
5	BBA	321		5	B.Brasil	797
6	Unibanco	207		6	Agenda	644
7	Banestado	181		7	BBA	552
8	BDMG	179		8	Santander	497
9	B.Brasil	138		9	Fator	342
10	Omega	125		10	B.Simonsen	254
11	Patrimônio	119		11	BNDES	241
12	Itaú Bankers	118		12	Citibank	231
13	Pactual	105		13	Unitas	205
14	Atlântica	103		14	Fibra	154
15	Fator	95		15	Banestado	151
	TOTAL	4.944 **			TOTAL	9.707

Fonte: Anbid * Não inclui emissões de empresas oligadas

** Inclui Distribuição Secundária, da ordem de US\$ 2.288 milhões

O mercado tornou-se mais concentrado nos grandes coordenadores, encurtando as cadeias de distribuição, com isso reduzindo os negócios dos intermediários de médio e pequeno porte. As taxas de coordenação, distribuição e garantia baixaram, assim como os antigos ganhos com *float*, ou seja, demora de alguns dias para repassar às companhias os recursos integralizados pelos investidores.

A volta das empresas de grande porte ao mercado internacional progressivamente securitizado e a abertura do mercado brasileiro ao investidor estrangeiro e ao prestador de serviços financeiros estrangeiros internaram a tendência de aumento da importância das operações de mercado de

capitais como padrão de financiamento da economia. O crescimento dos investidores institucionais domésticos e a atuação do sistema BNDES/BNDESpAr reforçaram tal tendência. A cultura empresarial brasileira, ainda refratária ao modelo, por este exigir atendimento a maiores exigências legais, *disclosure* e respeito ao acionista minoritário, começou a se modificar, para se adaptar às regras dos fornecedores de recursos.

A tabela 6.6. apresenta alguns dados quantitativos que comparam as magnitudes dos recentes fluxos de lançamentos e estoques de títulos no mercado doméstico e internacional com as tradicionais operações de crédito feitas pelo Sistema Financeiro, dados estes que podem ser tomados como indicadores do padrão de financiamento do país.

Tabela 6.6.

Indicadores do Padrão de Financiamento Brasileiro: 1996-97, US\$ bilhões

Período	Crédito Concedido	Debênt., Nps e Ações	Titulos no Exterior	Div.Mob.Pública
FLUXOS *				
1996	27	11	19	81
1997-p	25	12	21	63
ESTOQUE				
1997-p	190	22 **	50	265

Fontes dos Dados: Bacen, CVM, Anbid e Cetip * sem crédito rural e habitacional ** não inclui ações p:preliminar

No final de 1997, o crédito do sistema financeiro aos setores público e privado (exceto rural e habitacional) era da ordem dos US\$ 190 bilhões, dos quais cerca 20% oferecidos pelo Sistema BNDES. Ao mesmo tempo, estavam por vencer, nas mãos dos investidores domésticos e internacionais, cerca de US\$ 72 bilhões em títulos de renda fixa não-financeira¹⁷, além de terem sido colocados US\$ 2 bilhões de novas ações no ano. Ou seja, pouco menos de 1/3 do financiamento do Brasil originava-se diretamente de operações de mercado de capitais¹⁸, um valor já expressivo mas ainda distante dos 2/3 verificados no mercado americano¹⁹. Em relação

¹⁷ Estimativa feita a partir da análise das estatísticas da Rev.Anbid - Inv. Externos e Fundos de Investimentos, da CVM e das carteiras dos investidores institucionais.

¹⁸ Não foi possível fazer uma estimativa do financiamento indireto, ou seja créditos bancários em aberto originados de captações no mercado internacional.

aos fluxos de recursos, nos anos de 1996 e 1997 as operações de mercado de capitais superaram ligeiramente a variação de crédito concedido. Mas, nesses dois anos, o crescimento da dívida mobiliária pública apresentou valores substancialmente maiores, sendo que parte considerável dos respectivos títulos foi absorvida pelos fundos de investimento. Ou seja, a poupança financeira doméstica permaneceu predominantemente aplicada em títulos públicos.

Concluindo este capítulo, no período estudado o mercado primário de títulos não financeiros encerrou um ciclo, onde a dinâmica era dada pela conjuntura doméstica. Entre 1992-97, as grandes empresas tomadoras de recursos optaram preferencialmente por emitir novos títulos no mercado internacional, em razão das melhores condições de juros, volume e prazos. Os lançamentos internos, contudo, também cresceram, especialmente no caso da renda fixa destacando-se as operações das empresas de *leasing*, a securitização de recebíveis e as operações das estatais. O mercado primário doméstico de ações, embora tenha crescido, não respondeu ao estímulo da alta verificada no mercado secundário, devido às incertezas macroeconômicas, às altas taxas de juros internas, à baixa taxa de investimento, à cultura empresarial e à concorrência dos leilões de privatização. Destacaram-se algumas operações com estatais, também referenciadas ao processo de privatização.

No período estudado, seguindo tendência internacional, aumentou a participação das operações de mercado de capitais no financiamento empresarial, afirmando-se tal tendência com o paralelo crescimento da poupança financeira doméstica administrada pelos investidores institucionais. O governo teve uma postura ativa nesse sentido, destacando-se a atuação do sistema BNDES, que progressivamente ofertou recursos através dos instrumentos típicos de mercado de capitais. A intensificação do financiamento de mercado de capitais não significou estabilidade de volume e condições pela própria natureza desse mercado e porque se tratou de um processo parcialmente dependente dos voláteis fluxos e expectativas internacionais. Em resumo, o padrão do financiamento do investimento brasileiro permaneceu sendo predominantemente baseado no crédito, administrado pelo Governo, mas cresceram relativamente as operações de mercado de capitais em anos recentes, o que leva à concluir que o período estudado foi de transição para um padrão de financiamento misto, com a convergência do mercado de crédito com o de capitais.

¹⁹ As estimativas do mercado americano foram obtidas de Martone, C. in Rev.Bovespa de out/97, FMI(1996) e Salomon Brothers in GZM de 24/out/97.

CONCLUSÕES

No período estudado - 1987-97 - o Brasil foi progressivamente adotando as recomendações de política econômica de cunho neoliberal. Em 1987, começou a abertura financeira, aprofundada em 1992, o que, ao lado do acordo da dívida externa, permitiu a volta do país ao mercado internacional de crédito e a entrada de investidores de *portfolio* nos mercados de renda variável e fixa. Paralelamente a essa abertura, ocorreu a privatização e a abertura comercial, sinalizando aos investidores estrangeiros o pleno engajamento do país no receituário de política econômica recomendado pela comunidade de negócios internacional.

O Plano Cruzado, em 1986, encerrou um ciclo em que a dinâmica do mercado de capitais foi dada internamente. A partir daí, progressivamente, o mercado de capitais brasileiro foi se engajando na globalização financeira. Para isso concorreu a legislação, promovendo a flexibilização das regras de funcionamento interno do mercado e a progressiva redução das barreiras de entrada e saída ao investidor estrangeiro de curto prazo. As práticas de mercado se internacionalizaram rapidamente: houve uma expressiva securitização do crédito, notadamente através de títulos lançados no exterior, cresceu o uso de derivativos e as técnicas de gestão se sofisticaram. As transformações atingiram as próprias instituições financeiras domésticas, acostumadas a um ambiente pouco concorrencial e aos ganhos fáceis provenientes da inflação. Algumas instituições e agentes que lideravam os diversos segmentos domésticos do mercado de capitais perderam suas posições e outras se associaram a instituições estrangeiras, que progressivamente foram entrando no país, atraídas pelo potencial do mercado.

O Plano Real de 1994 ancorou-se parcialmente em reservas decorrentes das entradas desses investidores estrangeiros, uma boa parte deles com objetivos de curto prazo, muito sensíveis a mudanças da conjuntura internacional. Ou seja, o sucesso parcial da estabilização da moeda deveu-se a esses investidores, o que reafirmou a necessidade de cumprir as demandas de política econômica originadas nos diagnósticos realizados pelos mesmos.

Afastados os temores decorrentes da crise mexicana de 1994 e, à medida que o Plano Real se sustentava, aumentaram progressivamente as entradas de recursos externos, inclusive o investimento direto para compra de ativos de privatização, este último considerado uma entrada de melhor qualidade. A disponibilidade dos recursos voláteis do investidor de curto prazo e posteriormente dos recursos provenientes da privatização desobrigou o governo de promover ajustes na taxa de câmbio, que seguiu sobrevalorizada até o final do período estudado.

Embora a dinâmica do mercado passe a se dar externamente, o mercado foi sustentado no período estudado pelo crescimento expressivo dos investidores institucionais que compram ativos do mercado doméstico. Eles foram os grandes compradores dos títulos públicos, numa situação de crescente endividamento das diversas esferas de governo. Particularmente, os fundos de pensão adquiriram considerável quantidade de ações vendidas nas bolsas e nos leilões de privatização, muitas vezes cumprindo forçosamente papel anticíclico, junto com o BNDESpar.

No capítulo 1, que tratou da regulamentação do mercado doméstico, concluiu-se que as instituições e procedimentos de regulação do mercado, no período estudado, foram mais ativos na promoção da abertura do mercado de capitais doméstico ao investidor estrangeiro e da privatização. Não foram implantadas regras que levassem a um efetivo desenvolvimento do mercado doméstico, seja através da pulverização da propriedade das ações, da proteção aos direitos do acionista minoritário e do investidor, do exercício do direito de voto ou do estímulo à abertura sustentada do capital das empresas de médio porte. A fiscalização do mercado foi ineficiente, sendo que os processos administrativos e judiciais contra os infratores foram morosos e as penalidades leves.

O capítulo 2 estudou os principais investidores institucionais. Com relação aos fundos de investimentos, concluiu-se que os mesmos assumiram relevante papel na intermediação financeira do país, captando a poupança financeira das pessoas físicas e jurídicas, inclusive superando, ao final do período estudado, o patrimônio da tradicional caderneta de poupança. A “cultura de fundos de investimento” foi estimulada pela regulamentação específica e pela internalização da tendência internacional.

Quanto aos fundos de pensão, estes também apresentaram considerável crescimento, com a liderança dos fundos de empresas estatais, que são os mais antigos e maiores,

perfil este que tende a mudar lentamente com a privatização das empresas estatais e o crescente interesse pela aposentadoria complementar individual decorrente da deterioração e reforma da previdência pública. Esses fundos acumularam no período patrimônio equivalente a 11% do PIB, sendo importantes compradores de valores mobiliários, incluindo os ativos da privatização. Essas instituições não foram compradoras relevantes de novos projetos ou empresas emergentes, devendo-se isso à própria inexistência dos mesmos e ao desincentivo da regulamentação.

Em 1987 - início do período estudado - predominava a administração própria dos fundos de investimento e de pensão, com equipes exclusivas de administradores e analistas de investimento. Em 1997, observava-se a generalização da segmentação do processo de administração, com terceirização e parcerias, tanto no processo de estratégia e gestão, quanto no trabalho de análise de investimento. Essa transformação também seguiu a tendência internacional.

No capítulo 3, que tratou especificamente da abertura ao investidor estrangeiro, concluiu-se que, no período estudado, as autoridades econômicas promoveram ativamente a abertura do mercado de capitais doméstico ao investidor estrangeiro, através da progressiva flexibilização das barreiras à entrada e incentivaram a captação de recursos no mercado de capitais internacional por parte dos grandes tomadores nacionais. Com isso, o mercado de capitais brasileiro se articulou na globalização financeira, tornando-se um dos principais fornecedores de ativos financeiros dos "mercados emergentes" e sujeitando-se às oscilações econômicas e regras financeiras das grandes praças internacionais. Paralelamente a isso, ocorreu a progressiva entrada de prestadores de serviços financeiros estrangeiros, quebrando oligopólios dos grandes conglomerados financeiros de capital nacional.

No capítulo 4, que tratou do mercado secundário e dos derivativos, observou-se no período estudado que, seguindo a tendência internacional, as bolsas apresentaram expressivo crescimento, recebendo os aportes dos investidores estrangeiros e domésticos estimulados pela privatização. As pessoas jurídicas não financeiras e as pessoas físicas - inclusive os antigos especuladores que "faziam o mercado" - perderam posição para os investidores estrangeiros e os institucionais. Adicionalmente, as instituições financeiras aumentaram sua presença ao negociar suas carteiras próprias, em operações de curto prazo.

A dinâmica das bolsas domésticas ficou estreitamente referenciada às grandes praças internacionais. O volume crescente concentrou-se em pequeno número de ações. Particularmente, o mercado de derivativos cresceu pelas grandes inovações financeiras do período, engendradas para proteger investidores de volatilidades crescentes dos preços dos diversos ativos financeiros e também para alavancar retornos, no caso com risco crescente.

O capítulo 5 tratou especificamente da privatização, concluindo-se que o mercado de capitais doméstico foi fortemente impactado pelo processo de privatização, em função da atração do investidor de *portfolio* e direto, da alteração nas condições de negociação das ações das companhias privatizáveis/privatizadas, da valorização das moedas de privatização e do aumento dos serviços financeiros, executados por consórcios com forte presença de empresas estrangeiras.

Finalizando, o capítulo 6 tratou do mercado primário de títulos, ou seja o mercado de capitais como fonte de financiamento das empresas. Concluiu-se que, no início do período estudado, o mercado primário encerrou um ciclo, onde a dinâmica era dada pela conjuntura doméstica. Entre 1992-97, as grandes empresas tomadoras de recursos optaram preferencialmente por emitir novos títulos em operações globais, em razão das melhores condições de juros, preços, volumes e prazos. No mercado doméstico - relativamente menos importante -, os lançamentos de renda fixa deveram-se às empresas de *leasing* e securitização de recebíveis e às operações das estatais. O mercado primário doméstico de ações perdeu espaço para os leilões de privatização e os mecanismos de *depository receipts*. Destacaram-se algumas operações com estatais, também referenciadas ao processo de privatização.

A volta das empresas de grande porte ao mercado internacional progressivamente securitizado e a abertura do mercado brasileiro ao investidor estrangeiro e ao prestador de serviços financeiros estrangeiros internalizaram a tendência de aumento da importância das operações de mercado de capitais como padrão de financiamento da economia. Essa intensificação do padrão de financiamento de mercado de capitais foi reforçada pelo crescimento dos investidores institucionais domésticos e pelo Sistema BNDES/BNDESp que progressivamente ofereceu recursos através do mercado de capitais e financiou o processo de privatização.

No que se refere ao tipo de operação que predominou no período estudado, verifica-se que foi a transferência de propriedade com concentração econômica, não o financiamento de novos investimentos. Parcelas expressivas do capital privado nacional e do capital estatal foram transferidos, através do mercado de capitais, para os fundos de pensão, para os investidores estrangeiros e para alguns poucos grupos brasileiros que se fortaleceram no processo.

Com essas conclusões parciais, acredita-se que esteja corroborada a tese de que, entre 1987 e 1997, o mercado de capitais doméstico passou por profundas transformações em função da abertura do mercado doméstico ao investidor e intermediário estrangeiro, da privatização e do crescimento dos investidores institucionais. Nesse processo, aumentou a importância relativa desse mercado como padrão de financiamento. Contudo, no período estudado predominaram as operações de transferência de propriedade e financiamento do déficit público, em detrimento do financiamento de investimentos produtivos.

BIBLIOGRAFIA

Aglietta, Michel

(1990) Savings, Financial Innovations and Growth, CEPS, Bruxelas, mimeo.

(1992) Comportement Bancaire et Risque de Systeme; Document de Travail no. 92-02, mimeo.

(1995) "O Sistema Monetário Internacional: Em busca de novos princípios", Rev.Econ.Soc.no.4, IE-Unicamp, Campinas

Aglietta, M. et al

(1990) Globalisation Financière:L'Aventure Obligée , Paris, Economica.

Akyuz, Y.

(1991) Financial Liberalization in Developing Countries: A neo-keynesian Approach, no.36 Geneva, UNCTAD ed.

(1992-a) On Financial Deepening and Efficiency,no.43 Geneva, UNCTAD ed.

(1992-b) On Financial Openness in Developing Countries, Geneva, UNCTAD Ed.

(1993) Financial Liberalization: The key Issues ,no.56, Geneva, UNCTAD ed.

Akyuz, Y. & Kotte,D.

(1991) Financial Policies in Developing Countries:Issues and Experience,no.40,Geneva,UNCTAD ed.

Associação Brasileira dos Analistas de Mercado de Capitais (Abamec)

(1993) Atas do VI Seminário sobre Debêntures, S.Paulo

Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada (Abrapp)

(1997) Consolidado Estatístico, mai/97, doc.divulg.

Associação das Empresas Distribuidoras de Valores (Adeval)

(1988a) Mercado de Capitais, 1982-1984: A Adeval e os caminhos da pol. econômica, S.Paulo, Adeval

(1988b) Mercado de Capitais,1985-1988: A visão prospectiva da Adeval, S.Paulo, Adeval

Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (Andima)

(1993) Caderno de Debêntures, Rio de Janeiro, Andima

(1996a) Compilação da Legislação Tributária, Rio de Janeiro, Andima

(1996b) Brasil para Investidores Estrangeiros - Relatório Econômico, Rio de Janeiro, Andima

Association for Investment Management and Research (AIMR)

(1996) Padrões de Apresentação de Performance, ed. brasileira, São Paulo, Abamec

Baer, Monica

(1990) Mudanças e Tendências dos Mercados Financeiros Internacionais na década de 80, Pens.Iberoamericano, Rev. Ec.Pol. no.18, Espanha.

(1993) - O Rumo Perdido: A crise Fiscal e Financeira do Estado Brasileiro, Rio de Janeiro, Paz e Terra

(1996) "Os mercados Financeiros Latino-Americanos a partir da Reinserção Internacional e das Experiências de Estabilização nos Anos 80" in Anais do Seminário "Policy-Based Finance and Alternatives For Financial Market Development" BNDES, Rio de Janeiro, fev/96.

Baer, Werner

(1996) A Economia Brasileira, São Paulo, Nobel

Baer, W. & Maloney W.

(1997) "Neoliberalismo e Distribuição de Renda na América Latina" Rev.Econ.Política vol. 17, no.3 jul-set

BANCO CENTRAL DO BRASIL

(nos.divs.) - Boletim do Banco Central

(1994) O Banco Central do Brasil: Estrutura e Funções, Brasília, Bacen

(1995) Anais do Ciclo de Atualização "Gestão de Capitais Estrangeiros" dez/94

(1997a) "Nota para Imprensa em 14/04/97"

(1997b) Capitais Estrangeiros no Brasil - Legislação FIRCE

(1997-c) Análise do Mercado de Câmbio - 1o. trimestre-1997

(1998) "Nota para a Imprensa em 15/01/98"

Banco Itau

(1996) Manual de ADRs., doc. divulg., São Paulo

Banco Bradesco

(1997) Relatório de Anual 1996, doc. divulg., São Paulo

Banco de Investimento Garantia

(1996) "A Globalização do Mercado de Capitais: Novas Demandas sobre os Analistas e as Empresas", 2o. Seminário Internacional da Abrasca- Relações com Investidores, nov/1996, São Paulo

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDES)

(1996a) Relatório de Atividades 1995 (doc. divulgação)

(1996b) Legislação do Programa Nacional de Desestatização (doc. divulgação)

(1996c) PND - Sistema de Informações - até 31/12/96

(1997) PND - Sistema Dinâmico de Informações

Bank of International Settlements (BIS)

(1997) Clearing Arrangements for Exchange-Traded Derivatives, Basileia

Bank of New York

(1995) "Depository Receipts (ADRs and GDRs) jan/95 through jun/95" doc. div., N. York

Barbosa, F. H & Mondino G.E.

(1995) "Como a Previdência Social pode Contribuir na Retomada do Crescimento Econômico "- Projeto de Pesquisa do Instituto Catalysta , EUA

Barros, Luiz C.M.

(1993) A Moeda Indexada, IE Unicamp, Rev.Ec.Soc. no.2, Campinas

Batista Jr., Paulo N.

(1997-a) "A Cortina de Fumaça da Globalização" in Rev. Economia Aplicada no. 2 FIPE-USP, S.Paulo

(1997-b) "Comparações Inquietantes" in Carta de Conjuntura Econ. em Perspectiva no. 143, S.Paulo, CORECON

Bekaert, Geert et al

(1995) "The Role of Capital Markets in Economic Growth", Catalyst Institute Research Project, Chicago

Belluzzo, Luiz G.M.

(1995) O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados "globalizados", Rev.Ec.Soc.no.4, IE-Unicamp, Campinas

(1997) "Dinheiro e as Transfigurações da Riqueza" in Tavares e Fiori, org.

Bielschowsky, Ricardo

(1995) Pensamento Econômico Brasileiro: O ciclo do desenvolvimentismo, R.Janeiro, Nobel

Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa)

(1990) A caminho da privatização, São Paulo, mimeo

(1995) Índice Bovespa: Uma história de Sucesso, 25 anos, 1968-93; Empresas, 1993, São Paulo

(1996a) "Plano para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais"- minuta em 28/2/96

(1996b) Guide on How To Invest In The Brazilian Stock Market, São Paulo

(1997a) Guia Bovespa de Abertura de Capital

(1997b) Poupança Privada e Desenvolvimento Econômico - Privatização e Sistema Previdenciário, São Paulo

(1997c) Relatório Anual 1996

Bolsa Mercantil e de Futuros (BM&F)

(1997) Relatório Anual de 1996 e Plano de Trabalho de 1997, São Paulo

Borba, José E.T.

(1997) Direito Societário, Rio de Janeiro, Freitas Bastos.

Bustamante, Julio

(1997) "Reforma Previsional: Experiencia en la Transicion de um sistema Publico a un Sistema Privado" anais do Seminário "Poupança e Desenvolvimento" São Paulo, FIBV-Bovespa, fev/97

Braga, Bruno S.

(1995) "Mercados de Derivativos no Brasil" in Revista da CVM no. 25 set-dez/95, Rio de Janeiro

Braga, José C. S.

(1992) A reestruturação das Finanças, a estabilização e o Desenvolvimento do Brasil, São Paulo, mimeo

(1994) O Desenvolvimento Brasileiro e a Globalização Capitalista, São Paulo, mimeo

Brasilpar Serviços Financeiros

(1997) Boletim Bimestral "Negócios e Investimentos" 22/set/97, São Paulo

Bresser Pereira, Luiz C.

(1987) "Mudanças no Padrão de Investimento" in Rev. Econ.Política, out-dez, São Paulo, Brasiliense

Bulmer-Thomas, Victor

(1992) Life after Debt: The New Economic Trajectory in Latin America, London

Calvo, G. & Leiderman, L. & Reinhart, C.

(1993) "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors" in IMF Staff Papers, Vol. 40 no. 1, março

Câmara dos Deputados

(1996-a) Projeto de Lei no. 1564/96 do Deputado A.Kandir e relator L.Hauly, Brasília

(1996-b) Relatório da CPI dos Fundos de Pensão

(1997) Projeto de Lei Complementar no. 47/91 - Dep. Francisco Dornelles e relator Saulo Queiroz

Cantidiano, Luiz

(1996) Direito Societário e Mercado de Capitais, R.Janeiro, Renovar

Canuto Fo., Otaviano S.

(1991) Processos de Industrialização Tardia: o "Paradigma" da Coréia do Sul. Tese de Doutorado, IE/Unicamp

(1992) "Ajustamento Estrutural e Orientação Exportadora: Sobre as Lições da Coréia do sul e do México, Texto Disc. no. 12, IE Unicamp, Campinas.

(1993) Investimento Direto Externo e Reestruturação Indl. Texto Disc. no. 27, IE Unicamp, Campinas

(1994) "Abertura Comercial, estrutura Produtiva e crescimento Econômico na América Latina" Rev.Econ.Sociedade no. 3, dezembro, IE/Unicamp, Campinas

(1998) "A Crise Asiática" in Carta de Conj. Econ. em Perspectiva, jan-fev, Corecon, São Paulo

Carter, Laurence W.

(1996) IFC's experience in promoting emerging marketing funds, IFC lessons of experience series, : 3, Washington

Casagrande, Humberto

(1989) Abertura de Capital de Empresas no Brasil, São Paulo, Atlas

Carvalho, Carlos E.

(1996) Bloqueio da Liquidez e Estabilização: O Fracasso do Plano Collor, Tese de Doutorado IE/unicamp, Campinas

Carvalhosa, Modesto

(1997) Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, 3 vol., São Paulo, Saraiva

Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip)

(1996) Série Histórica DI Over - 1986/1996, Rio de Janeiro, Cetip

Chick, Victoria

(1988) "The Evolution of Banking System and The Theory of Monetary Policy", Univ. College London, Discussion Paper in Economics, no. 89-03

Comissão Nacional de Bolsas de Valores (CNBV)

(1992) Legislação Sobre o Mercado de Capitais, Belo Horizonte, CNBV, 3 vol.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

(1979) Políticas de Divulgação de Informações, Rio de Janeiro, CVM

(1988) Considerações sobre o Tratamento Fiscal dos Mecanismos para Captação Externa, R.Janeiro, doc. div.

(1991) A Internacionalização do Mercado de Ações Brasileiro, Rio de Janeiro, doc. div.

(1992a) Perfil do Sistema Financeiro e do Mercado de Capitais Brasileiro, Rio de Janeiro, doc. div.

(nos. divs.) Informativo CVM , Rio de Janeiro,

(1994) "Securitização : Mesbla Trust", Doc. Divulg., Rio de Janeiro

(1997) "O Sistema Financeiro e o Mercado de Capitais e Derivativos", Rio de Janeiro, doc. div.

Costa, Fernando N.

(1993) "Inovações Financeira e Pol. Monetária", Texto Disc. no. 19- IE Unicamp, Campinas

Costa, Roberto T.

(1985) Brazil's experience in creating a capital market, São Paulo, Bovespa ed.

(1993) "Palestra para o IBEF - Instituto Brasileiro de Executivos Financeiros" doc. divulg.

Cruz, Paulo R.D.C.

(1994) "Notas sobre o financiamento de Longo Prazo na Economia Brasileira", Rev. Econ. Soc. dez/94 - IE-Unicamp, Campinas

Dornbusch, R. & Reynoso, A.

(1989) "Financial Factors in Economic Development", American Ec. Rev.-Papers and Proceedings, May

Downes, John

(1987) Dictionary of Finance and Investment Terms, New York, Barron's

Duarte Jr., Antonio M.

(1997) "Uma Introdução ao Risco Operacional " in Rev. Resenha BM&F no. 118, julho

Dymski, G. and Pollim, R. ed.

(1994) *New Perspectives in Monetary Macroeconomics Explorations of Hyman P. Minsky*, The University of Michigan Press

Euromoney Conference

(1993) *Anais do Encontro no Rio de Janeiro*, 9 a 10 de setembro

Feldstein, Martin

(1997) "É hora de privatizar os benefícios previdenciários" in *Foreign Affairs*, Ed. Brasileira, Publ. GZM, 8/ago/97

Ferreira, L. & Freitas, M.

(1989) *O mercado Internacional de Crédito e as Inovações Financeiras nos anos 70 e 80*, São Paulo, IESP/FUNDAP

Ffrench-Davis, R. & Griffith-Jones, S.,org.

(1997) *Os Fluxos Financeiros na América Latina*, São Paulo, Paz e Terra

Fiori, J. e Tavares, M.C.

(1993) *DesAjuste Global e Modernização Conservadora*, Rio de Janeiro, Paz e Terra

Folkerts-Landau & Ito

(1995) *International Capital Markets: developments, prospects and policy issues*, Washington D.C. International Monetary Fund (World Economic and Financial Survey)

Fontaine e Cruz Consultores

(1996) "Proposta para Redução de Custos de Transação das Companhias Abertas", estudo preparado para a Bovespa, S.Paulo

Frenkel, Roberto

(1995) "Macroeconomic Sustainability and Development Prospects: The Latin American Performance in The Nineties", Doc. CEDES/111 S.Economía, Buenos Aires

Fundação Adminstr. Pública/Instituto Ec. Setor Público (FUNDAP/IESP)

(1992) Projeto "O formato institucional do Sistema Monetário e Financeiro: Um estudo comparado" Relatório Final, S.Paulo.

(1993) *O Processo de Privatização no País: A Experiência dos Anos 1990-92*, Rel. Pesquisa no,11, São Paulo

Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE) org.

(1993) *Anais do Seminário "A Reforma da Previdência no Brasil"*, São Paulo

Furtado, Cláudio V.

(1997) Emissão de Ações e Valor de Mercado da Empresa: Um Estudo de Ofertas Primárias de Ações Negociadas em Bolsas de Valores, Tese de Doutorado, EAE-Fund. Getulio Vargas, São Paulo

Giambiagi, Fabio

(1997) "A condição de Estabilidade do Coeficiente de Endividamento Externo: Cálculo de Requisito de Aumento das Exportações no Brasil", doc. divulg., agosto, DEPEC/BNDES

Goodhart, Charles

(1995) "Dinâmicas Financeiras Privadas e o Desafio as Políticas dos Bancos Centrais" Rev. Econ. Soc. no.4, IE Unicamp, Campinas

Hangen, R.

(1995) The New Finance, New Jersey, USA, Prentice Hall

Hanke, H. & Walters, A.

(1991) Capital Markets and development, San Francisco, USA, ICS Press

Herrmann, Jennifer

(1997) "Financiamento de Investimentos no Brasil: Tendências e Perspectivas nos Anos 1990"- Boletim de Conj. IE-UFRJ, vol. 7, no. 3, nov., Rio de Janeiro

Hilferding, Rudolph

(1910) O Capital Financeiro, trad. port. S. Paulo in coleção "Os Economistas", Abril Cultural, 1985

Holden, P. & Rajapatirana, S.

(1995) Unshackling the Private Sector: A Latin American Story, Washington D.C.; World Bank, Directions in Development

Iglesias, Augusto P.

(1996) "Reforma al sistema de Pensiones y Evolucion del Mercado de Capitales: La Experiencia Chilena" Bor. Comentarios, Santiago, Chile

Inter-American Development Bank (IDB)

(1996) Volatile Capital Flows: Taming their Impact on Latin America, Baltimore, J. Hopkins

International Finance Corporation (IFC)

(1992) Monthly Update on Emerging Markets feb/92, Washington, IFC

International Monetary Fund(FMI)

(1996) World Economic Outlook, October 1996, Washington D.C., USA

Kandir, Antonio

(1997) "A resposta do Brasil à Crise" in FSP, ed. 23/nov/97, pg. 2-12, S.Paulo

Kim, E. & Singal, V.

(1993) "Opening up of Stock Markets by Emerging Economics: Effect on Portfolio Flows and Volatility os Stock Prices" texto p/ disc. World Bank Symposium on Portfolio Investment in Developing Countries.

Kregel, Jan A.

(1996) "Riscos e Implicações da Globalização Financeira para a Autonomia de Políticas Nacionais" in Rev. Econ. e Sociedade , no. 7, dez/96, IE-Unicamp, Campinas

Krugman, Paul

(1998) "What Happened to Asia ?", mimeo.

Kuczynski, Pedro P.

(1993) " International Capital Flows to Latin America: What Is the Promise ? " in Proceedings os The World Bank Annual Conference on Development Economics 1992, The World Bank, USA

Lake, D. & Graham, J.

(1990) Investor Relations, Euromoney Publications, London

Leone, Richard C.

(1997) "Em defesa da Previdência Estatal" in Foreign Affairs, Ed.Bras., Publ. GZM, 8/ago/97

Lo Vuolo, Rubén M.

(1996) "Reformas previsionales em América Latina; una visión crítica en base el caso Argentino" in Rev. Econ. Sociedade, jun/96, IE-Unicamp, Campinas

Loés, André

(1996) " Empréstimos voluntários para o Brasil e a taxa de juros americana" in Rev. Anbid , Inv. Externos, maio

(1997) "A Crise Recente e os Papéis da Nova Dívida Externa Brasileira" in Rev. Anbid, IE, novembro

Laplane, M. e Sarti, F

(1997) "Investimento e Crescimento Sustentado" in Carta de Conj. Economia em Perspectiva, out, Corecon, São Paulo

Lonergan, Eric

(1996) Brazil, Londres, Euromoney Publications

Mahoney, William

(1997) Relações com Investidores, Rio de Janeiro, IMF

Matijascic, Milko

(1994) "Fundos de Pensão e Rearticulação da Economia Brasileira" Texto Disc. no. 40, IE, Unicamp, Campinas

McKinnon, R.I.

(1973) Money and Capital in Economic Development, Washington D.C., Brookings Institution

(1988) Financial Liberalization and Economic Development, San Francisco, Int. Center of Econ. Growth

Medeiros, César M.

(1993) Um Novo Padrão de Financiamento dos Investimentos no Brasil, Tese de Doutorado, IEI-UFRJ, Rio de Janeiro

Ministério da Previdência e Assistência Social - Secretaria da Previdência Complementar

(1996) Dados Estatísticos EFPP - dez/95, Brasília

Minsky, Hyman P.

(1982) Inflation, Recession and Economic Policy, Armonk, M.E., Sharpe

(1986) Stabilizing an Unstable Economy, New Haven, Yale Un. Press

(1994) "Integração Financeira e Política Monetária" Rev. Econ. e Sociedade, no. 3, dez., IE/Unicamp, Campinas

Morgan Stanley

(1994) "Os Mercados Brasileiros: Uma visão externa" doc.divulg.

National Investor Relations Institute (NIRI)

(1996a) "The Role and Profile of the Investor Relations Executive" 2o. Seminário Internacional da Abrasca, nov/1996, São Paulo

(1996b) "An analysis of Trends in the Practice of Investor Relations", Vienna, VA

Oliveira, Gesner

(1996) Brasil Real: Desafios da Pós-Estabilização na Virada do Milênio, São Paulo, Mandarim

Pastore, Affonso C.

(1997) Entrevista à Rev. Resenha da BM&F no. 118, julho

Reis Velloso, João P., org.

(1991) A modernização do capitalismo brasileiro: Reforma do Mercado de capitais, R.Janeiro, J. Olympio

Resende, André L.

(1998) "Dilema", artigo publicado in FSP de 13/jan/98

Sanvicente, Antonio

(1996) "Perfil das Companhias Abertas: Comparação com as Empresas Fechadas" Rel. Pesquisa, São Paulo, IBMEC

(1997) "Os Riscos e o Nobel de 1997", in Rev. Bovespa, nov/97

Scavo, Carlos E.

(1994) "Dinero eletrônico, génesis de la volatilidad financiera en el mundo y crisis en el estado nacional" in El impacto de la globalización: La encrucijada económica del siglo XXI, Buenos Aires, Letra Buena

Secretaria de Planejamento da Pres. República (Seplan)

(1991) "Plano Diretor do Mercado de Capitais", Brasília, Doc. Divulg.

Secretaria da Previdência Complementar (SPC)

(1997) Entidades Fechadas de Previdência Privada, set/97, doc. divulg.

Sindicato dos Engenheiros do Est. São Paulo (SEESP)

(1994) "Diagnóstico Econômico-financeiro e Perspectivas de Viabilização da Embraer", doc. divulg., São Paulo

Singh, A.

(1992) "The Stock-market and Economic Development: Should Developing Countries Encourage Stock- markets?", Discussion Paper no. 49, Geneva, UNCTAD Ed.

Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Financeira (SOBEET)

(1997) Carta da SOBEET nos. 1, 2 e 3 S. Paulo

Sousa, Lucy A.

(1994) " Programa Nacional de Desestatização (1990-93)", Rev. Tiberiá no. 25, São Paulo

Sousa, L. e Stigliano, C.

(1996) Projeto Preliminar Mafersa, doc. div. Sindicatos Metalúrgicos de S.J.Campos e de B.Horizonte-Contagem

Stuart, Rogério

(1995) Investment Finance in Economic Development, London, Routledge

(1998) "Financial Policies and Growth in the Context of Development: Lessons from Latin America and some Asian Economies in the 1980's" texto p/discussão, Rio de Janeiro

Tavares, Maria C.

(1997) "Globalização e o Estado Nacional" artigo publicado no jornal FSP , 12/10/97

Tavares, Maria C. et al

(1982) "A questão da Poupança : Desfazendo confusões "in David,org. - A Economia Política da Crise, R.Janeiro, Vozes

Tavares, M. e Fiori, J. (org.)

(1997) Poder e dinheiro: Uma Economia Política da Globalização, Petrópolis, Vozes

Torres Fo., Ermani T.

(1997) "A crise da economia japonesa nos anos 90: impactos da bolha especulativa "in Rev. Econ.Politica , vol.17, no. 1, mar/97

Tobin, James

(1978) "A proposal for internacional Monetary Reform", The EasternEcon. Journal, July/Oct

(1984)"On the Efficiency of the Financial System", Lloyds Bank Rewiew,July

Trevisan, Instituto

(1997) "A Reforma da Lei 6404/76 - Lei das Sociedades Anônimas" doc. divulgação, São Paulo

União de Bancos Brasileiros (Unibanco)

(1997 "Daily Stock Guide: Prices on Sep 30, 97", São Paulo

Weber, Steven

(1997) "O Fim dos Ciclos Econômicos ?" in Foreign Affairs, Ed. bras. na Gaz. Mercantil de 11/jul/1997

Welch, John

(1993) Capital Market in the Development Process: The Case of Brazil, London, Macmillan

Williamson, John

(1989) A economia aberta e a economia mundial, R.Janeiro, Campus

World Bank

(1995) "Brazil: Social Insurance and Private Pensions" Report no. 12.336 - Br, Country Operations Division, Dept.I, Washington, Doc. divulg.

Zentgraf, Roberto

(1996) A Moderna Gestão de Investimentos: Avaliação da Performance dos Fundos Mútuos de Ações Brasileiros no período de julho de 1990 a junho de 1995, Dissertação de Mestrado em Engenharia de Produção da Universidade Federal Fluminense, Niterói

Zibecchi, Ezequiel

(1996) "O crescimento e o perfil dos fundos de investimento nos EUA e sua participação na poupança doméstica" in Rev. Andib-FI dez/96

Zibecchi, E. e Affonso, Luiz F.

(1997) "Fundos e Intermediação Financeira: Uma análise dos últimos 10 anos" in Rev. Andib-FI mai/97

Zysman, J.

(1983) Governments, Markets and Growth, Ithaca, Cornell Un. Press

JORNAIS

Folha de São Paulo (FSP),nos. diversos 1993-97

Gazeta Mercantil (GZM), ed.divs. 1993-97 e os relatórios:

(1995-a) "Capital Aberto" (29/set/95)

(1995-b) "Previdência Privada" (5/dez/95)

(1996-a) "Underwriting" (24/mai/96)

(1996-b) "Fundos de Pensão"(30/set/96)

(1997-a) "Fundos de Investimento"(23/jan/97),

(1997-b) "Eurobônus" (5/fev/97)

(1997-c) "Mercado Brasileiro de Capitais" (26/jun/97)

(1997-d) "Fundos de Investimento" (18/dez/97)

Jornal do Economista- CORECON-SP , nos. 92 (suplemento especial) e 101 (jun/97)

O Estado de São Paulo- OESP, nos. div. 1993-97

REVISTAS ESPECIALIZADAS

Euroweek - Euromoney Publications, London, dez/95: "Latin American Issuers"

Revista da ABAMEC- SP, nos. div. 1995-97

Revista da ABAMEC- RJ, nos. div. 1996-97

Revista da ABRAPP- out/97

Revista da ANBID-Fundos de Investimento, nos. div.1996-97

Revista da ANBID-Investimentos Externos, nos. div 1996-97

Revista da BOVESPA, nos. div. 1996-97

Revista Carta Capital, ed.25/jun/97

Revista Conjuntura Econômica - FGV , ed.: jan/96

Revista da CVM, nos.23, 24 e 25

Revista Exame: Suplemento Especial à Ed. no. 622, Nov/96

Revista Resenha BM&F, nos divs 1995-97

Anexo I
Estrutura Regulatória: Normativo Temático

1. LEGISLAÇÃO BÁSICA

Lei 4.595 - 31/12/64

Dispõe sobre a Política e as Instituições monetárias, bancárias e creditícias, estruturando e regulando o Sistema Financeiro Nacional. Cria, entre outros, o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil, estabelecendo suas atribuições e competências, e dá outras providências.

Alterações: Inciso III do Art.19; alterado pelo Decreto-Lei 2.284 de 10/03/86. Alinea "b" do inciso XIV do Art. 4º alterado pelo Decreto-Lei 1.959/82. Parágrafo único do Art.35 alterado pelo Decreto-Lei 2.290/86. Alinea "g" do Inciso X do Art. 10 e parágrafo 1º do Art.11, acrescido pelo Decreto-Lei 2.321/87. Inciso IV do Art.10 alterado p/ Lei 7.730/89. Inciso III do Art.10, acrescido p/ Lei 7.730/89.

Lei 4.728 - 14/07/65

Disciplina o Mercado de Capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento.

Alterações: Parágrafo 4º do Art.50, alterado pelo Decreto-Lei 2.287/86. Parágrafo 1º do artigo 8º revogado pelo Decreto-Lei 2.313/86. Parágrafos acrescentados ao artigo 75 pela Lei 9.450/97

Lei 6.385 - 07/12/76

Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores (CVM)

Alterações: Artigos 9º, 11, 15, 17, 21 e 22 alterados pela Lei 9.457/97. Artigo 33 incluído pela Lei 9.457/97, renumerando-se os demais.

Lei 6.404 - 15/12/76

Dispõe sobre as Sociedades por Ações

Alterações: Art.137 alterado p/ Lei 7.958/89. Art.20 alterado p/ Lei 8.021/90. Arts. 32 e 33 revogados p/ Lei 8.021/90. Art.241 revogado p/ Decreto-Lei 2.287/86. Inciso IV do artigo 187 alterado pelo artigo 5º da Lei 9.249/95. Artigos 16, 17, 24, 39, 40, 42, 43, 45, 49, 50, 63, 64, 72, 78, 79, 100, 101, 104, 117, 123, 126, 136, 137, 152, 162, 163, 170, 176, 206, 223, 229, 230, 250, 252, 255, 256, 264, 270, 283, 289 e 294 alterados pela Lei 9.457/97. O artigo 254 e os parágrafos 1º e 2º do artigo 255 revogados pela Lei 9.457/97.

Lei 9.457 - 05/05/97

Altera dispositivos da Lei 6.404/76, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a CVM

Resolução CMN 1.524 - 21/09/88

Faculta aos Bancos Comerciais, Bancos de Investimento, Bancos de Desenvolvimento, Sociedades de Crédito Imobiliário e Sociedades de crédito, financiamento e investimento a organização opcional em uma única instituição financeira com personalidade jurídica própria.

Alterações: Alterada pelas Resoluções 1.556/88, 2.099/94 e 2.107/94.

2. REGISTRO DE COMPANHIA E SEUS VALORES MOBILIÁRIOS

Instrução CVM 202 - 06/12/93

Dispõe sobre o registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão, consolidando as Instruções CVM 60, de 14 de janeiro, 73, de 22 de dezembro, ambas de 1987, 118, de 7 de maio, e 127, de 26 de julho, ambas de 1990, revoga as instruções que menciona.

Alterações: Artigo 19 alterado pela Instrução CVM 238/95 e artigos 1º, 2º e 7º alterados pela Instrução CVM 245/96.

3. LEGISLAÇÃO REFERENTE ÀS BOLSAS DE VALORES E MERCADO DE BALCÃO

Resolução CMN 1645 - 06/10/89

Dispõe sobre as normas de fiscalização operacional nas bolsas de mercadorias e futuros

Resolução CMN 1655 - 26/10/89

Regulamenta a constituição, organização e funcionamento das sociedades corretoras de valores mobiliários

Resolução CMN 1656 - 26/10/89

Regulamenta a constituição, organização e funcionamento das bolsas de valores

Instrução CVM 05 - 26/12/78

Dispõe sobre a admissão à negociação de valores mobiliários emitidos pelas Cias. Abertas nas Bolsas de Valores.

Instrução CVM 220

Estabelece sistema de delegação em cascata para a auto-regulação das bolsas e corretoras

Instrução CVM 243 - 01/03/96

Disciplina o funcionamento do mercado de balcão organizado.

Alterações: Alterada pela Instrução CVM 250/96

4. DISTRIBUIÇÃO SECUNDÁRIA E PRIVATIZAÇÃO

Lei 9.491 - 09/09/97

Altera procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização, revoga a Lei 8.031/90, e dá outras providências.

Instrução CVM 88 - 03/11/88

Dispõe sobre distribuição secundária de valores mobiliários e venda de sobra de ações não subscritas durante o prazo de preferência na subscrição particular de cia. aberta, sujeitas a prévio registro na CVM.

5. FUNDOS DE PENSÃO

Lei 6.435 - 15/07/77

Dispõe sobre as Entidades de Previdência Privada, e dá outras providências.

Alterações: modificada pela Lei 6.462, de 09/11/77

Lei 9.477 - 24/07/97

Autoriza a instituição de Fundos de Aposentadoria Programada Individual - FAPI e de Planos de Incentivo à Aposentadoria Programada Individual, destinados à formação de poupança para complementação de aposentadoria dos trabalhadores brasileiros.

Resolução CMN 2.286 - 05/06/96

Altera e consolida as normas que regulamentam as aplicações dos recursos das sociedades seguradoras, sociedades de capitalização e entidades abertas de previdência privada.

Resolução CMN 2.324 - 30/10/96

Altera e consolida as normas que regulamentam as aplicações dos recursos das entidades fechadas de previdência privada.

6. INVESTIMENTO ESTRANGEIRO

Lei 4.131 - 03/09/62

Disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior e dá outras providências.

Alterações: modificada pela Lei 4.390, de 29/08/64

Resolução CMN 1.289 - 20/03/87

Aprova os Regulamentos que disciplinam respectivamente a constituição, o funcionamento e a administração de Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro (Anexo I), Fundo de Investimento-Capital Estrangeiro (Anexo II) e Carteira de Títulos e Valores Mobiliários mantida no País por entidades que tenham por objetivo a aplicação de recursos nos mercados financeiro e de capitais, e das quais participem pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no Exterior, fundos ou outras entidades de investimento coletivo, constituídos no Exterior (Anexo III).

Alterações: alterada pelas Resoluções 1.658/89, 1.819/91, 1.832/91, 1.867/91, 1.877/91, 1.927/92, 2.013/93, 2.046/94, 2.079/94 e 2.115/94. Dispositivos dos Regulamentos Anexos I, II, III e IV alterados pelas Resoluções 2.188/95, 2.246/96 e 2.330/96. Regulamentos Anexos I, II, III, IV e V alterados pela Resolução 2.337/96. Artigo 44 - Anexo I, Artigo 41 - Anexo II, Artigo 26 - Anexo III e artigo 27 - Anexo IV, alterados pela Resolução 2.344/96. Artigo 44 - Anexo I, Artigo 41 - Anexo II, Artigo 26 - Anexo III e Artigo 27 - Anexo IV, alterados pela Resolução 2.384/97

Resolução CMN 1.832 - 31/05/91

Divulga regulamento que disciplina a constituição e a administração de carteira de valores mobiliários mantida no País por investidores institucionais, tais como fundos de pensão, carteiras próprias de instituições financeiras, companhias seguradoras e fundos mútuos de investimento constituídos no exterior (Anexo IV).

Resolução CMN 1.927 - 18/05/92

Dá nova redação ao Regulamento Anexo V à Resolução 1.289, de 20/03/87, que autoriza e disciplina os investimentos de capitais estrangeiros através do mecanismo de "Depositary Receipts" e revoga a Resolução 1.848/91

Circular BACEN no. 2.677 - 10/04/96

Estabelece procedimentos e condições para abertura, movimentação e cadastramento no SISBACEN de contas em moeda nacional tituladas por não-residentes e dispõe sobre as transferências internacionais em reais.

Circular BACEN no. 2.741 - 27/02/97

Estabelece condições para registro de investimentos brasileiros no exterior em *Depositary Receipts*, com lastro em valores mobiliários de emissão de empresas com sede no país.

7. FUNDOS DE INVESTIMENTO

Lei 8.668 - 25/06/93

Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências.

Instrução CVM 215 - 08/06/94

Dispõe sobre constituição, funcionamento e administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Ações, Fundos Mútuos de Investimento em Ações - Carteira Livre, Fundos de Investimento em Quotas de Fundo Mútuo de Investimento em Ações.

Alterações: Alterada pelas Instruções CVM 228/94, 233/95, 237/95, 254/96 e 258/97.

Alínea "a" do Inciso VII do Artigo 37, alterada pela Instrução CVM 264/97. No Artigo 44 foi incluído o Inciso IV pela Instrução CVM 264/97. Inciso I do Artigo 49 alterado pela Instrução CVM 264/97.

Circular BACEN 2.616 - 18/09/95

Altera e consolida as disposições relativas à constituição e ao funcionamento de fundos de investimento financeiro e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento.

Alterações: Alterada pelas Circulares BACEN 2.688/96 e 2.740/97

Resolução CMN 2415 - 27/11/97

Dispõe sobre a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição. Para tanto, as instituições devem designar membro da diretoria ou, se for o caso, sócio-gerente, tecnicamente qualificado, para responder civil, criminal e administrativamente pela gestão e supervisão dos recursos de terceiros, em regime de

dedicação exclusiva. A segregação pode ser realizada mediante a contratação de empresa especializada na prestação de serviços de gestão de recursos de terceiros. O prazo de adequação é 30/mar/1998.

Circular BACEN 2785/97 de 26/11/97

Dispõe acerca da atuação dos FIF e Fundo de Renda Fixa Capital Estrangeiro nos mercados de derivativos. Limita o total de valores correspondentes a margens depositadas em garantia de operações com derivativos a: I- 5%, quando o valor das operações representar até 1 vez o seu patrimônio líquido, II- 20%, quando representar até 3 vezes e III - 50%, quando representar mais de 3 vezes. Os limites deverão ser cumpridos diariamente, com base no patrimônio do último dia útil anterior.

Circular BACEN 2786/97 de 26/11/97

Dispõe sobre a prestação de informações relativamente aos fundos de investimento. Os regulamentos devem prever que I - as aplicações não contam com a garantia da instituição administradora ou do Fundo Garantidor de Crédito e II - poderá haver perdas do capital investido em decorrência de política agressiva adotada. A adaptação do regulamento deverá ser feita até 31/12/1997.

8. TRIBUTAÇÃO

Lei 8.981 - 20/01/95

Altera a legislação tributária federal e dá outras providências.

Alterações: nova redação a diversos artigos pelas Leis 9065/95 e 9.249/95

Lei 9.065 - 20/06/95

Dá nova redação a dispositivos da lei 8.981/95.

Alterações: Artigo 10 revogado pela Lei 9.249/95

Lei 9.249 - 26/12/95

Altera a legislação do Imposto sobre a Renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências.

Lei 9.311 de 24/10/96

Institui a Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira - CPMF e dá outras providências

Lei 9.532 - 10/12/1997

Altera a legislação tributária federal e dá outras providências.

MP no. 1636 - 12/12/1997

Dispõe acerca da incidência do IR na fonte sobre rendimentos de aplicações financeiras e dá outras providências.

Decreto 2.219 - 02/05/97

Regulamenta o Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos e Valores Mobiliários - IOF

Portaria MF no. 6 - 10/01/97

Dispõe sobre a CPMF, estabelecendo, entre outros, a cobrança da contribuição nas operações de ingresso e saída dos recursos de investidores não residentes.

Portaria MF no. 341-A - 19/12/97

Fixa em 0,5% a alíquota de IOF sobre o valor de resgate de quotas de fundos de investimento, constituídos sob quaisquer formas.

IN SRF no. 72 - 10/09/97

Dispõe sobre o IR incidente nos rendimentos e ganhos líquidos auferidos em operações de renda fixa e de renda variável, a partir de 1o. de janeiro de 1997.

IN SRF no. 96 - 26/12/97

Dispõe acerca do IR na fonte sobre rendimentos de aplicações financeiras efetuadas diretamente pelo aplicador ou por meio de fundos de investimento. As alíquotas e formas de retenção e recolhimento, em vigor a partir de 1998 são as seguintes:

	1o. semestre	1998	2o. semestre	1998	Base legal
	Aliquota	Retenção, Recolhimento	Aliquota	Retenção, Recolhimento	
Aplicação direta em Renda Fixa/Swap	20%	Na alienação/ Resgate, 3° d útil da semana subsequente	20%	Na alienação/ Resgate, 3° d útil da semana subsequente	INSRF nºs 72/97 e 96/97
Aplicação direta em ações	10%	o mesmo acima	10%	o mesmo acima	Lei 8981/95 e INSRF 72/97
Fundos de Renda Fixa	20%	o mesmo acima	20%	Retenção diária, rec. 3° d. útil sem.sub	Lei 9532/97 e MP 1636/97
Fundos de Renda Variável a) constituídos a partir de 1o./jan/98 com no min. 67% de ações	10%	o mesmo acima	10%	o mesmo acima	Lei 9532/97, MP 1636/97 e INSRF 96/97
b) anteriores a 1o./jan/98, cujo % de ações em nov- de/97 tenha sido no min. 51% e assim se mantenha no 1o.s 98	10%	o mesmo acima	20%	o mesmo acima	as mesmas
c) FAC's com no min. 95% Patr. em quotas de fundos tipo a) e b)	10%	o mesmo acima	10% se a) e 20% se b)	o mesmo acima	as mesmas

Anexo 2

Participação em Congressos e Seminários sobre Mercado de Capitais

I Congresso Brasileiro de Financiamento do Desenvolvimento - São Paulo, Mai/93

XII Congresso ABAMEC - "Globalização do Mercado de Capitais"- Caldas Novas-GO , Ago/1994

Seminário sobre Investimento Direto Estrangeiro SOBEET-FIESP - São Paulo,1995

XIV Congresso ABAMEC -"A Informação e a Comunicação no Mercado de Capitais" -Mangaratiba/RJ, Ago/1996

Seminário"Fundos de Pensão: Alavanca do Desenvolvimento" Gaz. Mercantil/Unicamp-IE RJ, Set/1996

Debate"Companhias Abertas nas Bolsas de Valores:Viabilidade e Alternativas" ABRASCA/BOVESPA, São Paulo, out/1996

2o. Seminário Internacional de Relações com Investidores, ABRASCA/BOVESPA, São Paulo, nov/1996

Conferência Internacional "Poupança e Desenvolvimento", Federacion Iberoamericana de Bolsas de Valores/ Bovespa, São Paulo, fev/1997

Seminário "Privatização do Setor de Mineração: Cia.Vale do Rio Doce", Abamec-SP, São Paulo, mar/97.

Seminário "As modificações da Leis das S/As" Abamec-Bovespa, São Paulo, Jun/1996

3o. Seminário Internacional de Relações com Investidores, ABRASCA/BOVESPA, São Paulo, jun/1997

Seminário "Balanço de Pagamentos e a Capacidade de Financiamento Externo no Brasil", SOBEET , São Paulo, ago/1997

Seminário "O Impacto do Ajuste Externo nas Mudanças Estruturais de Longo Prazo", SOBEET, São Paulo, dez/97

Anexo 3

Pessoas/Instituições consultadas ou entrevistadas

Nome	Instituição/cargo	Assunto	Local/Data
Azevedo, Roberto B.	Citibank - Adm. Invest./Diretor Adj.	Fundos de Pensão	S.Paulo, set/96
Barbetta, Ercy	Banco Votorantin/Ger. Underwriting	Abertura de Capital	S.Paulo, out/96
Bernacchio, João A.	Abamec-S.Paulo/Presidente	Op. <i>Underwriting</i>	S.Paulo, nov/97
Bossert, Helmut	Unibanco/Adm. Carteiras	Adm. de Carteiras	S.Paulo, mai/94
Dettino, Rinaldo	Consultor de Merc. Capitais	Companhias Abertas	S.Paulo, jan/98
Kawasaki, Jouji	Lafis Consultoria/Presidente	Merc. Acionário	S.Paulo, jun/97
Lopes Filho, Luiz F.	Lopes Filho Consultores/Diretor	Histórico Merc. Capitais	R. Janeiro, set/96
Marçal, Rubens	Lafis Consultoria/Diretor	Mercado Acionário	S.Paulo, Fev/98
Mendonça de Barros, L. C.	Banco Matrix/Diretor	Mercados Emergentes	S.Paulo, jul/93
Mendes Oliveira, Walter	Schroeder/Diretor	Investidor Estrangeiro	S.Paulo, abr/96
Moraes, Eduardo, A.	Banco de Boston/Vice Pres.	Bonus e C.Paper	S.Paulo, mai/93
Rossi, Maria Cecília	CVM/Diretora	Legisl. M. Capitais	S.Paulo, mai/93
Ribeiro, João Geraldo	Banco de Boston/Diretor	Mercado de Opções	S.Paulo, jul/97
Sá Pereira, Paulo	Lloyds Asset Man./Diretor	Adm. Carteiras	S.Paulo, nov/96
Sayeg, Sergio	Banco Fibra/Diretor	Op. <i>Underwriting</i>	S.Paulo, jan/98
Silva, Flavio Dania	Unibanco/Diretor Adj.	Captação de Inv. Estrang.	S.Paulo, set/97
Willik, Evaldo	Banco Central-SP/Chefe Div.	Entrada Rec. Externos	S.Paulo, mai/97