

gh

178 páginas



1290000894



IE

TCC/UNICAMP Z3L

LIMITES E ABERTURA DO CAPITAL

PRELUDO NACIONAL

CEBORG/IE

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

TÍTULO DA PESQUISA:

"Limites à abertura do capital privado nacional"

AUTORA: SUELI ZALKIND

RA 851020

ORIENTADORA: M. ALEJANDRA C. MADI

BANCA: M. CAROLINA AZEVEDO F. DE SOUZA

Campinas

Julho de 1991

ÍNDICE

Introdução	1
Capítulo I - A evolução do mercado acionário brasileiro (1964-1989)	
I.1 O mercado de ações	7
I.1.1 O mercado primário de ações	8
I.1.2 O mercado secundário de ações.....	9
I.1.3 O lançamento público de ações.....	9
I.2 Instituições ligadas ao funcionamento do mercado de ações..	12
I.2.1 Mercado primário	12
I.2.2 Mercado secundário	16
I.3 Haveres negociados	18
I.3.1 Ações	18
I.3.2 Debêntures e debêntures conversíveis em ações.....	20
I.4 Forma de negociação dos Haveres em Bolsa de Valores.....	23
I.5 Negociação dos Haveres no mercado secundário.....	26
I.6 Modalidades operacionais das Bolsas de Valores.....	29
I.7 Tipos de ordens de compra e venda.....	32
II - Evolução dos mecanismos institucionais e legais adotados em relação ao mercado de ações de 1964 a 1989.....	36
III Evolução do mercado primário de ações (1964-1989).....	53
IV - Evolução do mercado secundário de ações (1964-1989).....	67
Considerações finais	77

Capítulo II – Envolvimento das empresas privadas nacionais	11
12.1 Caracterização do processo de envolvimento das empresas privadas nacionais	12
12.1.1 Período compreendido entre 1964 e 1977	13
12.1.2 Período compreendido entre 1978 e 1989	14
12.2 Política macroeconômica que propiciou o processo de envolvimento	15
Considerações finais	16
Capítulo III – Conclusões relativas aos “limites à abertura do capital privado nacional”	17
Bibliografia	

I N T R O D U Ç Ã O

O presente estudo terá como objeto o mercado acionário brasileiro, sua inserção no conjunto da economia, buscando apontar para os fatores que o levaram a atender de forma apenas limitada, às necessidades de financiamento produtivo das empresas privadas nacionais.

Justifica-se o estudo pela importância que o mercado acionário pode assumir no que tange ao crescimento das empresas em geral, já que há a necessidade de rever as formas de financiamento para o crescimento econômico face a conjuntura atual. O lançamento de ações no mercado bursátil pode ser colocado como uma possibilidade de estratégia para financiamento a longo prazo da estruturada produtiva brasileira.

A relevância do papel estratégico do mercado acionário nas economias do primeiro mundo, pode ser constatada por algumas estatísticas do mercado acionário norte-americano, que é o mais desenvolvido do mundo.

Apresenta-se abaixo as dez maiores empresas norte americanas com ações transacionadas na New York Stock Exchange em termos de valor de mercado em 31/12/1980.

COMPANHIAS	VALOR DE MERC. (US \$ BIL)
IBM	39,648
Exxon Corp.	36,540
American Tel & Tel	35,457
Standard Oil Co. (Indiana)	24,308
Schlumberger, N. V.	23,483
Shell Oil	17,993
Mobil Corp.	17,167
Standard Oil of California	17,020
Atlantic Richfield	15,037
G. E.	14,177

Fonte: NYSE - Fact Book - 1981

A seguir, apresenta-se a lista das dez maiores empresas brasileiras em termos de valor de mercado em março de 1980.

COMPANHIAS	VALOR DE MERC. (US \$ Bi)
Banco do Brasil	2,28
Petrobrás	2,25
Eletrobrás	1,43
CESP	0,95
Bradesco	0,72
Itaú	0,50
Vale do Rio Doce	0,50
Souza Cruz	0,44
Light	0,37
Pirelli	0,28

Fonte: Dados extraídos da CNBV - Introdução ao mercado de ações, IBMEC, 1986, p. 46.

Algumas considerações podem ser formuladas a partir destes dados. Em primeiro lugar, verifica-se que o valor de mercado de 118 empresas brasileiras consideradas em março de 1980 (US \$ 16,5 Bi) corresponde a 41,6% do valor de mercado da IBM (a maior empresa norte-americana por este critério) no final de 1980.

Em segundo lugar constata-se o grande peso das empresas estatais no mercado acionário brasileiro. Mais da metade do valor de mercado da amostra está concentrado em empresas

cujo controle está nas mãos do governo; o valor de mercado das empresas privadas nacionais corresponde a apenas metade um terço do valor de mercado total.

Pretende-se estudar os fatores que levaram ao atraso desenvolvimento do mercado acionário brasileiro, como alternativa de financiamento das empresas privadas nacionais.

As hipóteses principais a serem verificadas são:

1) Se os estímulos do governo à utilização intensa do crédito interno por parte das empresas privadas nacionais (através do uso de linhas de crédito subsidiadas) e

2) Se a facilidade de obtenção de crédito externo, durante a fase de alta liquidez do mercado internacional (incentivado pelo governo através do diferencial de juros e juros) (1), fizeram com que o empresariado nacional se orientasse excessivamente para o endividamento em detrimento da capitalização, limitando assim o mercado de ações.

Trata-se de uma pesquisa histórica, na qual adotará-se a análise temporal, de 1964 a 1989, na tentativa de se analisar as hipóteses apontadas, relativas aos limites à abertura do capital privado nacional.

O estudo apoiar-se-á nos anuários da Bolsa de Valores de São Paulo, nos boletins do Banco Central, em publicações, teses, artigos de periódicos e revistas que abranjam o referido tema.

(1) Este ponto será explicitado no capítulo II.

O trabalho se constituirá de três capítulos.

No primeiro capítulo serão explicitados o funcionamento, as características e a evolução do mercado de ações brasileiro de 1964-1989.

O segundo capítulo fará uma caracterização do processo de endividamento das empresas nacionais e tratará as políticas macroeconômicas que propiciaram tal processo.

O terceiro capítulo, conclusivo, abordará o tema central da pesquisa: os entraves ao desenvolvimento do mercado acionário nacional como forma de financiamento da empresa privada nacional.

CAPÍTULO I

A EVOLUÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO (1964-1989)

No presente capítulo será apresentada a evolução do mercado acionário brasileiro de 1964 à 1989.

Primeiramente, descrever-se-á o funcionamento das Bolsas de Valores atualmente, fazendo distinção entre o mercado primário e o mercado secundário.

A seguir, serão explicitadas as instituições ligadas ao funcionamento do mercado primário e do mercado secundário de ações os haveres negociados e a forma de negociação desses haveres.

O item II do referido capítulo tratará da evolução dos mecanismos legais e institucionais adotados em relação ao mercado de ações no período estabelecido.

O ponto chave para o desenvolvimento da monografia encontra-se no item III, intitulado Evolução do Mercado Primário de Ações, pois trata-se efetivamente da abertura do capital privado nacional, na medida em que é explicitada aí, a evolução da emissão de ações ou ("underwriting").

O último item do capítulo I, descreve o desenvolvimento do mercado secundário de ações, o qual possui uma estreita ligação com o mercado primário de ações, como pode-ser-á constatar.

1.1 O MERCADO DE AÇÕES

Para que uma empresa possa negociar as suas ações na Bolsa de Valores é necessário sua transformação em Sociedade Anônima de Capital Aberto, através de Registro no Banco Central do Brasil e na Bolsa de Valores. Após efetuar o registro na Bolsa de Valores, marca-se uma data para promover o lançamento de suas ações. Enquanto isto não ocorre, a empresa opera no mercado primário, também denominado mercado de balcão, através das Sociedades Corretoras ou dos Bancos de Investimento.

Após ser efetuado o lançamento na Bolsa, em hipótese alguma as Sociedades Corretoras poderão efetuar transações diretas e, por sua vez, a Bolsa de Valores atende somente às corretoras não efetuando compra ou venda em nome dos interessados.(1)

No Brasil existem oito Bolsas de Valores. São elas: a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ), a Bolsa de Valores de Minas / Espírito Santo / Brasília (BOVMESB), a Bolsa de Valores do Extremo Sul (BVES), a Bolsa de Valores de Pernambuco e Paraíba (BOVAPP), a Bolsa de Valores Regional (BVRg - CE - RN - PI - MA - PA - AM), a Bolsa de

(1) extraído do no. 1069 de 07/10/1974 da Revista Banas.

Valores do Paraná (BVPR), a Bolsa de Valores da Bahia, Sergipe e Alagoas (BVBSA), a Bolsa de Valores de Santos (BVST) e a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

O primeiro ponto a destacar acerca do mercado brasileiro de ações é a sua distinção entre mercado primário e mercado secundário de ações.

1.1 O MERCADO PRIMÁRIO DE AÇÕES

O mercado primário de ações é onde se negocia a subscrição ("underwriting") de novas ações ao público, ou seja, onde a empresa obtém recursos para seus empreendimentos. O "underwriting" é um esquema de lançamento de emissões de ações para subscrição pública, no qual a empresa encarrega um intermediário financeiro para a colocação desses títulos no mercado.

Um "underwriting" pode ser executado por apenas um intermediário financeiro ou por um consórcio formado por várias instituições financeiras.

No Brasil, podem liderar uma operação de "underwriting" os bancos de investimento e as sociedades corretoras. Na distribuição podem atuar, além dos bancos de investimento e das sociedades corretoras, as distribuidoras de títulos e

valores mobiliários, os bancos comerciais e os agentes autônomos (2).

1.2 O MERCADO SECUNDÁRIO

O mercado secundário de ações é onde se transferem títulos entre investidores e/ou instituições. É condição para a existência do mercado primário, onde as empresas podem efetivamente obter recursos financeiros. O mercado secundário se divide em dois: o mercado secundário de balcão e o mercado secundário de Bolsa.

O mercado de balcão é simplesmente um mercado organizado de títulos, mas cuja negociação não se faz em local determinado e sim por telefone.

É no mercado secundário de Bolsa que se dão, predominantemente, as transações com ações. É um mercado amplamente disciplinado pela legislação e que funciona sob a supervisão e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Nas Bolsas de Valores não se negociam quaisquer ações. Só são admitidos títulos à negociação previamente registrados na própria Bolsa e na CVM (3).

1.3 O LANÇAMENTO PÚBLICO DE AÇÕES ("UNDERWRITING")

(2) CNBV, Introdução ao mercado de ações, IBMEC, São Paulo, SP, 1986 p.88-89

(3) idem, ibidem p.89

Os lançamentos públicos de ações podem ser basicamente de três tipos: "underwriting" firme, melhor esforço e residual.

A) "underwriting" firme - é um esquema de lançamento no qual a instituição financeira, ou um consórcio de instituições subscreve a emissão total, encarregando-se, por sua conta e risco, de colocá-la no mercado junto ao público. Neste tipo de operação, no caso de um eventual fracasso, a empresa já recebeu integralmente o valor correspondente às ações emitidas. O risco é inteiramente do "underwriter" (intermediário financeiro que executa a operação de "underwriting").

B) melhor esforço ou "best effort - underwriting" - é o lançamento de ações, no qual a instituição financeira assume apenas o compromisso de fazer o melhor esforço para colocar o máximo de uma emissão junto a sua clientela, nas melhores condições possíveis e num determinado período de tempo.

C) residual ou "stand-by underwriting" - é um esquema de lançamento, no qual a instituição financeira se compromete a promover a colocação das ações no mercado dentro de um certo prazo, findo o qual ela própria subscreverá uma parcela que o mercado não absorveu.

1.3.1 Fases de uma operação de "underwriting"

O primeiro contato pode decorrer de relações comerciais entre a instituição financeira e a empresa emissora.

A instituição financeira, depois de um pré-estudo da ficha técnica de informações econômico-financeiras da empresa, parte para um estudo definido de viabilidade que abrange um sumário das atividades da empresa, uma análise de sua estrutura organizacional, um exame do patrimônio com estimativa do seu valor real, um estudo de seu processo produtivo e de suas perspectivas futuras. Definida a viabilidade, inicia-se a fase de negociação.

A) Fase de negociação

Nesta etapa, os departamentos especializados, tanto da empresa como da instituição financeira fazem a montagem da operação avaliando as dimensões do lançamento, o preço de emissão, as comissões (a remuneração recebida pela instituição financeira em operação de "underwriting") e a magnitude do fundo de liquidez necessária (4).

(4) Com os recursos deste fundo são efetuadas operações de compra e venda do papel em Bolsa, procurando conter as variações bruscas de preço, que possam prejudicar a imagem do papel recém-lançado. Seu objetivo básico é criar condições de receptividade e ampliar o grau de pulverização dos títulos por um número crescente de investidores.

8) Fase de Procedimentos Legais

A fase de procedimentos legais, visa a formalização junto às autoridades monetárias do processo de lançamento, com base nas normas legais vigentes (5) (6).

2. INSTITUIÇÕES LIGADAS AO FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE AÇÕES

As instituições que atuam no mercado primário são: a CVM, os bancos de investimento e as sociedades corretoras. No mercado secundário, além dos bancos de investimento e das sociedades corretoras atuam as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários, os bancos comerciais e os agentes autônomos de investimento.

2.1. MERCADO PRIMÁRIO

1 - Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda, administrada por um presidente e quatro diretores nomeados pelo Presidente da República e que funciona como órgão de deliberação colegiada de acordo com o regimento interno aprovado pelo Ministro da Fazenda.

(5) idem, ibidem p.227-229

(6) Para a explicação dos trâmites legais que permeiam o processo de lançamento de ações, dedicar-se-á um item.

Compete a CVM:

A) Regular, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas na lei que criou e na lei das sociedades por ações;

B) Administrar registros instituídos pela lei que a criou: registro de empresas para negociação de suas ações no mercado, registro de oferta pública de ações, registro de auditores independentes e consultores e analistas de valores mobiliários, etc.

C) Fiscalizar: a emissão e distribuição de valores mobiliários(*) no mercado; a negociação e intermediação de valores mobiliários; a negociação e funcionamento das Bolsas de Valores; a administração e custódia de títulos e valores mobiliários, a auditoria das companhias abertas; os serviços de consultor e analista de valores mobiliários; a veiculação de informações relativas ao mercado às pessoas que dele participem e aos valores nele negociados;

(*) valores mobiliários são os papéis negociados nos mercados de capitais: ações, títulos, apólices, letras de câmbio, etc.

D) Propor ao CMN limites máximos de preços, emolientes e qualquer outro rendimento cobrado pelos intermediários financeiros;

E) Fiscalizar as companhias abertas.

A CVM, no uso de suas atribuições tem poderes para:

A. Examinar livros e documentos; exigir informações e esclarecimentos; requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública; obrigar as companhias abertas a republicar balanços, demonstrativos etc., com correções;

B. Apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores de companhias abertas e de qualquer participante no mercado; aplicar penalidades previstas;

C. Suspender a negociação de um título ou colocar em recesso a Bolsa de Valores; divulgar informações a fim de orientar os participantes no mercado; suspender ou cancelar registros (7).

(7) CNBV, Introdução ao mercado de ações, IBMEC, São Paulo, SP, 1986, p.63-64.

2 - Bancos de investimento

São entidades privadas, especializadas em operações de participação ou financiamento, a médio e longo prazos, para suprimento de capital fixo ou de capital de giro, mediante a aplicação de recursos próprios intermediação e aplicação de poupança de terceiros. Podem participar de operações de "underwriting". Operam também com leasing financeiro e administram fundos de investimentos fiscais e mútuos.(8)

3 - Sociedades corretoras

São instituições financeiras constituídas como sociedades anônimas ou sociedades por quotas de responsabilidade limitada. Sua principal função é a de promover a aproximação entre compradores e vendedores de títulos e valores mobiliários, dando a estes a negociabilidade adequada através de leilões realizados na Bolsa de Valores. As sociedades corretoras exercem o papel de unificadoras do mercado, dando segurança e liquidez aos títulos transacionados. Suas principais atividades são as seguintes:

A - Operar com exclusividade na Bolsa de Valores da qual é membro com títulos e valores mobiliários de negociação autorizada;

(8) idem, ibidem p.67

B - Comprar, vender e distribuir títulos e valores mobiliários, por conta de terceiros, efetuar lançamentos públicos de ações ("underwriting");

C - Encarregar-se da administração de carteiras de valores e da custódia de títulos e valores mobiliários; instituir; prestar serviços como transferência de títulos, desdobramento de cautelas, recebimento de juros, dividendos ou encarregar-se da subscrição de títulos e valores mobiliários e etc.;

D - Operar no mercado aberto (Open Market) e intermediar as operações de câmbio (9).

2.2 MERCADO SECUNDÁRIO

1 - Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários

As sociedades distribuidoras são firmas constituídas como sociedades anônimas, sociedades por quotas de responsabilidade limitada, ou ainda como firmas individuais, cuja autorização para funcionar é dada pelo Banco Central do Brasil, que também estipula os capitais mínimos a que estão obrigadas em função da região em que atuem.

Suas atividades básicas, determinadas pela Resolução no.76 de 22 de novembro de 1967, do Banco Central do Brasil, são:

(9) idem, ibidem p.69

1 - Subscrever, isoladamente ou em consórcios, emissões de títulos ou valores mobiliários para revenda; intermediar a colocação de emissão no mercado; contratar com a emissora, em conjunto ou separadamente, a sustentação de preços dos títulos no mercado, no período de lançamento e colocação da emissão;

2 - Encarregar-se-á da venda à vista, a prazo ou à prestação, de títulos e valores mobiliários por conta de terceiros;

3 - Operar também no mercado aberto.

2 - Bancos Comerciais

Os bancos comerciais também podem atuar na distribuição de títulos e valores mobiliários.

3 - Agentes autônomos de investimento

São pessoas credenciadas por bancos de investimento, sociedade de crédito, financiamento e investimentos, sociedade de crédito imobiliário, sociedades corretoras e sociedades distribuidoras (10), para atuar na colocação ou venda de títulos e valores mobiliários registrados no Banco Central do Brasil, ou de emissão ou co-obrigação de instituição financeira, colocação de quotas de fundos de

(10) As instituições que atuam no mercado primário são: os bancos de investimento e as sociedades corretoras. No mercado secundário, além das instituições mencionadas acima, atuam os bancos comerciais, as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários e os agentes autônomos de investimento.

investimento e outras atividades autorizadas expressamente pelo Banco Central do Brasil (11).

Com base nas publicações da BOVESPA(12) do mercado acionário brasileiro, far-se-á uma breve descrição acerca do panorama atual das Bolsas de Valores. Deve-se então definir e explicar o objetivo em torno do qual as Bolsas operam e direcionam suas metas e objetivos. Assim serão especificados os principais haveres negociados atualmente e, posteriormente, as formas de negociação desses haveres.

3. HAVERES NEGOCIADOS

3.1 AÇÕES:

As ações são títulos de renda variável, emitidas por sociedades anônimas, e representam a menor fração do capital da empresa emitente. Podem assumir a forma puramente escritural ou ser representadas por cautelas ou certificados.

O investidor em ações - o acionista - não é um credor de uma sociedade anônima, mas um associado ou co-

(11) CNBV, Introdução ao mercado de ações, IBMEC, São Paulo, SP, 1986, p.69-70

(12) Bolsa de Valores do Estado de São Paulo, Curso de analista de mercado de capitais, São Paulo, SP, BOVESPA, Cadernos no. 6 à 10

proprietário, que participa dos resultados obtidos pela mesma.

As ações não têm prazo de resgate ou vencimento. São simplesmente convertidas em dinheiro, através de negociação em Bolsas de Valores, o que faculta ao investidor a flexibilidade de poder, a qualquer momento, deixar de ter participação acionária em uma empresa ou mesmo alterá-la, vendendo ações de uma sociedade e comprando de outra.

3.1.1 Tipo

Quanto ao tipo, as ações classificam-se em ações ordinárias, ações preferenciais e ações de fruição:

A) **Ações ordinárias** - proporcionam participação nos resultados de uma empresa. Quando nominativas, conferem ao acionista o direito de voto em assembléias gerais;

B) **Ações preferenciais** - garantem ao acionista a prioridade no recebimento de dividendos (geralmente em percentual mais elevado do que o atribuído às ações ordinárias) e no reembolso de capital, no caso de dissolução da empresa. Os acionistas preferenciais nominativos podem ter direito a voto em assembléias gerais, de acordo com decisão expressa no estatuto social da companhia;

C) **Ações de fruição** - são títulos que conferem geralmente a fundadores de empresas ou elementos empregados na sua administração ou produção, participação especial no lucro da empresa. Esses tipos de títulos não dispõem de mercado para negociação secundária e estão em desaparecimento.

3.1.2 Forma

Quanto à forma, as ações podem ser:

A) **Ao portador** - não trazem o nome do acionista, considerando proprietário o portador de títulos. O processo de transferência decorrente de uma venda em Bolsa de Valores é muito simples: basta a entrega dos títulos pelo vendedor. Os proventos, quando distribuídos por uma empresa, são exercidos por aquele que detiver os títulos;

B) **Nominativas** - títulos que apresentam o nome do acionista. Para a transferência, são necessárias a entrega da cautela e a averbação de termo, em livro próprio da sociedade emitente, identificando o novo acionista;

C) **Nominativas endossáveis** - cautelas onde consta o nome do acionista. Contudo, a transferência pode ser realizada mediante simples endosso do titular na própria cautela representativa das ações. A averbação em livro

próprio da sociedade emitente é requerida podendo, porém, ser feita posteriormente.

D) Escriturais. - são ações que não possuem cauteles, funcionando basicamente como uma conta corrente. Na transferência de títulos, os valores são lançados a débito ou a crédito dos acionistas, não havendo movimentação física de documentos. Uma ou mais classes - e mesmo todas as ações de uma companhia podem ser escriturais, dependendo da designação contida em seu estatuto social.

3.1.3 Rentabilidade

A rentabilidade de uma ação é variável e é composta basicamente de:

A) Dividendos - a participação nos resultados de uma sociedade é feita sob a forma de distribuição de dividendos em dinheiro. O percentual é definido pela empresa, de acordo com os resultados obtidos no período relativo ao direito. Quando a empresa obtém lucros, em geral, é feito um rateio que destina parte desse lucro para reinvestimento, parte para reservas e parte para pagamento de dividendos que, ao longo do tempo, constituem-se na principal remuneração do capital aplicado;

B) **Bonificações em dinheiro** - excepcionalmente além dos dividendos; uma empresa poderá conceder a seus acionistas uma participação nos lucros, através de uma bonificação em dinheiro.

C) **Bonificações em ações** - advêm de um aumento do capital de uma sociedade, quando são distribuídas gratuitamente novas ações aos seus acionistas, na proporção das possuídas;

D) **Direitos de subscrição** - outra opção para se proceder a uma elevação de capital é a subscrição de ações ou "underwriting": isso nada mais é que a aquisição de novo lote de ações pelos acionistas - com preferência na subscrição, no montante das ações que possuem. Não sendo obrigatório o exercício preferencial na subscrição de novas ações, o acionista poderá vender a terceiros essas ações.

E) **"SPLIT"** - Nessa última década, difundiu-se entre as companhias abertas, o uso do "split" ou desdobramento do número de ações, através do qual as empresas emitem novas ações que vão desde 1, 2, 3 ou 4 novas para cada ação antiga, até várias dezenas ou mesmo centenas. O desdobramento é permitido tanto para as ações com valor nominal, quanto para aquelas sem este valor. a operação de desdobramento de ações ("stock split" ou "split off") não

altera o capital da empresa modificando, exclusivamente o valor individual das ações.

3.2 DEBÊNTURES E DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS EM AÇÕES

São títulos emitidos para sociedades anônimas representativos de parcela do empréstimo contraído pela emitente com o investidor, a médio e/ou longo prazos. Esses títulos são garantidos pelo ativo da empresa. No caso de debêntures não conversíveis, o empréstimo é liquidado normalmente no prazo previsto. Quanto às debêntures conversíveis em ações, o investidor poderá em prazos determinados e sob condições previamente definidas, optar pela conversão de seu valor em ações, incorporando-o ao capital da sociedade emitente. Todas as condições pertinentes à emissão, prazos, resgates, rendimentos e vencimentos de debêntures são obrigatoriamente prefixados em assembléia geral de acionistas.

4. FORMAS DE NEGOCIAÇÃO DOS HAVERES EM BOLSA DE VALORES

(Mercado Secundário)

Os investidores não compram ações diretamente na Bolsa. Compram-nas através das sociedades corretoras membros

daquela entidade. O cliente emite uma ordem de compra ou venda à sua corretora e esta se encarrega de executá-la no pregão (13).

4.1. PREGÃO

O pregão é o local mantido pelas Bolsas, tendo por objetivo a realização de compra e venda de títulos, principalmente ações, em mercado livre e aberto.

O pregão pode ser organizado segundo um dos dois tipos de sistemas de negociação existentes:

O "CALL SYSTEM" é o "trading post" ou pregão contínuo. No "Call System" os operadores distribuem-se em lugares pré-fixados, em torno de um balcão circular, conhecido como "corbeille", onde anunciam oralmente suas ofertas de compra e venda. O diretor do pregão delimita um pequeno intervalo de tempo para a negociação de cada título. Uma vez esgotado a tempo o mesmo título só pode ser transacionado novamente no final do pregão, quando for feita nova rodada, ou no dia seguinte. Este tipo de sistema não é adequado para as Bolsas de grande porte que operam grandes volumes e apresentam diariamente um enorme número de negócios nas bolsas de menor porte, o "call system" é usado

(13) CNBV, Introdução ao mercado de ações, IBMEC, São Paulo, SP, 1986, p.148-150

com sucesso e, além disso o volume de operação não viabiliza a implantação do "Trading post".

No sistema "Trading post" os negócios podem ser realizados para qualquer título, simultaneamente, durante o período do pregão.

4.2. TELEPREGÃO

O sistema telepregão compreende as operação de compra e venda a vista de ações realizadas pelas sociedades corretoras, credenciadas para este fim, mediante a utilização de terminais de vídeo conectados ao sistema eletrônico de processamento.

O telepregão representa a ampliação de limites especiais do pregão da Bolsa , e neles as ações cotadas são negociadas em 2 grupos : ação de alta liquidez e de baixa liquidez. As ações de alta liquidez poderão ser negociadas no sistema Telepregão mediante ofertas, registro de negócios ou, em casos especiais , através da sistemática de leilão. As ações de baixa liquidez somente poderão ser negociadas através do sistema de leilão.

5. NEGOCIAÇÃO DOS HAVERES NO MERCADO SECUNDÁRIO

5.1. PROCESSOS DE NEGOCIAÇÃO DOS HAVERES EM PREGÃO NO MERCADO SECUNDÁRIO

(mercado secundário)

Existem 3 processos de negociação em pregão, são eles:

A) **Negociação comum** - é a que se realiza entre dois representantes (em pregão público). Sua apregoação é feita de viva voz mencionando -se o título, suas características, a quantidade e o preço unitário, além da intenção de comprar ou vender. Havendo interesse por parte de um dos demais operadores, a transação é concluída mediante a declaração da palavra "fechado". Depois disso, deve ser preenchida a boleta (contrato simplificado de compra e venda) pelo vendedor que colhe a assinatura do comprador e o entrega para registro no posto de negociação.

B) **Negociação direta:** é aquela na qual o mesmo operador é simultaneamente comprador, e vendedor. Comprador para um dos clientes de sua corretora e vendedor para outro. Neste caso, a apregoação é feita para um representante da Bolsa, que aguardará o tempo suficiente para que outros operadores, se estiverem dispostos, apresentem proposta de melhor preço para compras ou para venda, quer da quantidade anunciada,

quer de parcelas. Isto quer dizer que, direta ou não, qualquer operação só será fechada pelo melhor preço, tanto de compras quanto de venda.

C) Negociação por ofertas: é realizada entre dois operadores, sendo um deles representado pelo posto de negociação que recebe sua oferta. Isto significa que um operador pode simplesmente registrar num posto sua oferta de compra ou venda de uma ação qualquer que ela será fechada, mesmo sem sua presença.

Se houver uma oferta registrada, nenhuma negociação com aquele papel poderá ocorrer condições de preço para o mesmo lote de ações ou parte dele (a oferta tem prioridade).

É claro que também não poderão ser fechados outros negócios com o mesmo papel por um preço mais baixo se a oferta for de compra ou por um preço mais alto se for de venda.

5.2. OUTRAS FORMAS DE NEGOCIAÇÃO NO MERCADO SECUNDÁRIO

A) Quotas de Clube de Investimento

Clube de Investimento é o instrumento de participação dos pequenos e médios investidores no mercado de ações, e pode ser administrado por uma sociedade corretora, distribuidora ou banco de investimento. A forma de participação em um clube de investimento é realizada através

da aquisição de quotas iguais, representativas de uma parcela do patrimônio. A rentabilidade dos clubes depende do desempenho dos títulos componentes de suas carteiras. As diferenças básicas com referências aos Fundos Mútuos são o limite do número de emitentes - mínimo de dez e máximo de cinquenta e a possibilidade de participação na gestão dos recursos da carteira do clube.

B) Quotas de Fundos Mútuos de Investimento

Fundo Mútuo de Investimento é um condomínio aberto de investidores, para aplicação de recursos que adquirem a forma de quotas - em uma carteira diversificada, de títulos e valores mobiliários.

Os fundos mútuos podem ser administrados por sociedades de crédito, financiamento e investimento, corretoras, distribuidoras e bancos de investimento, e estão classificadas em duas categorias:

de ações - aqueles que aplicam parte significativa do valor de suas carteiras em ações não rentáveis;

de renda fixa - aqueles cujo valor total aplicações é constituído por títulos de renda fixa (14).

(14) Bolsa de Valores de São Paulo, Curso de Análise de Mercados de Capitais, São Paulo, SP, BOVESPA, Cadernos no. 6 à 10

6. - MODALIDADES OPERACIONAIS DAS BOLSAS DE VALORES.

As Bolsas de Valores oferecem cinco modalidades operacionais (mercados), quais sejam:

A) Operação ou mercado à vista- onde as operações são realizadas para liquidação imediata, através da transferência de títulos do vendedor ao comprador e o correspondente pagamento;

B) Operação ou mercado a termo - uma operação a termo é assim chamada quando a prestação e a contra-prestação são contemporâneas no futuro, ou seja, as liquidações ocorrem cinco dias após o fechamento das operações. Só podem ocorrer onde existir a Caixa de Registro e liquidação. Esse mercado apresenta algumas características principais como a estipulação do montante mínimo a ser negociado em 100 salários mínimos e o prazo de liquidação deve ser inferior a 180 dias. Outro ponto a ser destacado é a obrigatoriedade do comprador depositar margem para a garantia da operação na Caixa de Registro e Liquidação. Essa margem pode ser em dinheiro (nunca inferior a 25% do valor da operação) ou em títulos de uma única espécie, com alta negociabilidade e que façam parte da relação específica publicada pelas Bolsas.

Além disso, o vendedor deve entregar à Caixa todos os títulos objetos da operação.

As Caixas de Registro e Liquidação constituem - se sob a forma de Sociedades Cíveis ou Comerciais. Quando constituídas como Sociedades Comerciais devem se organizar como Sociedade Anônima e ter o capital integralizado em moeda corrente e representado por ações nominativa. Elas têm por incumbência realizar as seguintes operações :

1)Registrar, liquidar e compensar operações á vista privativamente as operações a termo e do mercado de opções, de responsabilidade das Sociedades corretoras e de seus comitentes;

2)Receber depósitos e margens para garantia de operações realizadas para associados da Bolsa e por cuja liquidação se responsabilizam ;

3)Emitir certificados visando o resgate, desdobramento, conversão e transferência de títulos negociados ou a serem negociados pelas firmas ou sociedades corretoras;

4)Descontar recibos referentes a títulos depositados e praticar as demais operações acessórias que visem a boa circulação e liquidação dos títulos e valores mobiliários negociados. Nas Bolsas onde não se realizam operações a

terno não é obrigatória a existência de Caixa de Liquidação como pessoa jurídica.

Há, nesses casos, um departamento encarregado dessas tarefas.

C) Operação ou Mercado a prazo ("CONTA MARGEM") - Uma operação é dita a prazo quando a prestação é presente e a contra prestação é no futuro. No mercado da bolsa as operações a prazo são realizadas através da "conta - margem" que é um mecanismo de crédito operado pelas corretoras a seus clientes. Na verdade, a "conta- margem" é uma operação extra Bolsa. A corretora empresta a seu cliente dinheiro para comprar ações ou ações para serem vendidas no mercado.

Tanto os recursos quanto as ações envolvidas nessas operações podem ser próprias da corretora, ou tomados de empréstimos de clientes, ou ainda de bancos. As operações de "conta- margem" são consumadas, exclusivamente, em mercado, na modalidade a vista, e como garantia, o tomador do empréstimo deverá depositar na Sociedade Corretora o correspondente a 140% do total financiado.

As ações adquiridas ou o produto da venda de ações tomadas para empréstimos são mantidos custodiados, como garantia da operação, até a sua liquidação final, quando o cliente paga à corretora seu débito ou restitui as ações emprestadas;

D) **Operação ou mercado a futuro** - são quase idênticas as operações a termo, mas exigem algumas qualificações adicionais, que as particularizam. Nessas operações, pode haver encerramento antecipado de posições que consiste na realização de uma outra operação a futuro com ações e data de liquidação idênticas as da primeira, assumindo posição oposta à ocupada anteriormente (15). Nas operações a futuro são admitidas vendas "cobertas" (quando as ações objeto são entregues a custódia) e "descobertas" (quando não se entrega as ações - objeto);

Os custos envolvidos nas operações a futuro são: a corretagem, incidente sobre o valor do contrato e segundo a tabela vigente para operação a vista, taxa de registro da operação e IOF, incidente sobre a parte compradora à base de % sobre o valor da operação (16).

E) **Operação ou mercado de opção** - Atualmente, o mais moderno instrumento de aplicação do mercado de capitais. A opção proporciona ao investidor que a adquire mediante o pagamento de um prêmio em dinheiro - o direito de comprar ou vender um lote de ações a outro investidor com preço e prazo de exercício preestabelecido contratualmente. O comprador da opção, até a data de seu vencimento, poderá

(15) Os encerramentos antecipados, totais ou parciais de posição podem ser feitos através de soc. corretora que não é detentora da posição original.

(16) Fonseca, M.D. e Teixeira, J.P., A influência do mercado futuro sobre o comportamento à vista, B. Bras de mercado de capitais, R.J., setembro/dezembro 1980, vol. 6, p. 331-346

exercer-la, comprando ou vendendo o lote de ações, ou revendê-la no mercado. A sua rentabilidade é função da relação preço/prêmio, existente entre os momentos de compra e venda das opções.

7. TIPOS DE ORDENS DE COMPRA E VENDA

Os investidores podem emitir aos seus corretores vários tipos de ordens de compra ou venda de ações. São elas:

A) Ordem de mercado - É aquela na qual não se impõe nenhuma limitação quanto ao preço. É executada imediatamente ao melhor preço obtível no momento. A maioria das ordens efetuadas em Bolsa é deste tipo. As ordens de mercado são, talvez mais comuns em vendas que em compras, pois o vendedor se mostra, geralmente, mais impaciente que o comprador. A principal vantagem da ordem de mercado é a sua execução imediata e a grande desvantagem é o risco do preço insatisfatório.

B) Ordem limitada - É aquela na qual são especificados limites quanto ao preço (preço mínimo se for de venda e máximo se for de compra). Este tipo de ordem tem por finalidade evitar preço insatisfatório e sua principal desvantagem é a possível demora na execução.

C) **Ordem casada** - é composta por uma ordem de venda de determinado valor mobiliário ou direito e de compra de outro que só pode ser efetivada se ambas as transações puderem ser executadas, podendo especificar qual das operações deseja que seja executada em primeiro lugar.

D) **Ordem de financiamento** - é constituída por uma ordem de compra ou venda de um valor ou direito em uma modalidade operacional, e outra, concomitantemente de venda ou compra de mesmo valor, na mesma ou em outra modalidade operacional, com prazo de vencimentos distintos.

E) **Ordem para o dia** - é aquela que, se não for executada no dia para o qual é emitida, fica automaticamente cancelada.

F) **Ordem para prazo determinado** - é a que deve ser executada dentro do prazo do período especificado pelo investidor, findo o qual fica automaticamente cancelado.

G) **Ordem em aberto** - é a que permanece válida até se executada ou cancelada.

O funcionamento das Bolsas de Valores exige a manutenção de um Fundo de Garantia e de um serviço de Custódia. O Fundo de Garantia que tem como finalidade

ressarcir os clientes de seus associados dos prejuízos que lhes sejam ocasionados por ato doloso ou culposos dos membros da entidade. O Fundo de Garantia é dirigido por comissão especial constituída pelo superintendente geral e pelos integrantes do Conselho de Administração. É constituído com recursos cobrados aos Associados das Bolsas numa taxa de 1% das corretagens por eles recebidas e 25% das importâncias pagas às Bolsas pela aquisição dos títulos patrimoniais. No mínimo 50% do Fundo de Garantia são investidos em títulos de renda fixa e o restante em ações de sociedades anônimas de capital aberto.

A custódia é um serviço que as Bolsas e as sociedades corretoras prestam aos seus clientes e que consiste na guarda dos títulos e valores mobiliários. O sistema deve registrar e controlar a movimentação física das cautelas, quando do exercício dos direitos, informando, conforme o caso, o local em que estão e o responsável, se está em poder do procurador, da corretora, ou se está em poder da companhia emissora. Não se trata de uma baixa de custódia (no estoque de títulos). Trata-se apenas de alteração do local de guarda da cautela, que deverá ser controlado e registrado.

Com os recursos deste fundo são efetuadas operações de compra e venda do papel em Bolsa, procurando conter as variações bruscas de preço, que possam prejudicar a imagem do papel recém-lançado. Seu objetivo básico é criar

condições de receptividade e ampliar o grau de pulverização dos títulos por um número crescente de investidores.

II EVOLUÇÃO DOS MECANISMOS INSTITUCIONAIS E LEGAIS ADOTADOS EM RELAÇÃO AO MERCADO DE AÇÕES DE 1964 A 1989.

A partir de 1964, com a reestruturação do sistema financeiro, o governo veio fazendo grandes esforços para introduzir uma nova política econômica que proporcionasse estabilidade e conduzisse o país a um crescimento renovado e auto-suficiente.

Uma das primeiras medidas em relação às SAs adotada pelo governo em 64 foi a promulgação da lei 4506, na qual foi modificada a legislação tributária de modo a propiciar incentivos fiscais às companhias de capital aberto. Esses incentivos consistiam em isentar as SAs do novo imposto de 7% incidente sobre os lucros distribuídos das empresas de capital fechado. Este adicional era aplicado sobre a taxa regular de 29% paga para todas as companhias.

Para fins de tributação, as sociedades de capital aberto foram definidas como aquelas com ações negociadas na Bolsa de Valores e que possuíam no mínimo 30% de seu capital, na mão de pelo menos 200 acionistas, nenhum dos quais com mais de 3% do capital votante, e somente as

pessoas físicas ou fundos mútuos eram considerados como acionistas.

Sem dúvida alguma esse dispositivo legal incentivou muitas empresas de capital fechado a considerar a possibilidade de efetuar lançamentos junto ao público. No entanto, a demanda desse mercado estava tão debilitada que foi impossível absorver novos lançamentos. Como consequência, este estímulo fiscal veio favorecer apenas àquelas empresas que já se configuravam como sendo de capital aberto (17).

Com a estruturação do sistema financeiro, os bancos foram impedidos de operar livremente com títulos da bolsa. através de uma instrução, foi limitada a liberdade dos bancos comerciais de manter em carteira de investimentos (instrução 253 da SUMOC, de outubro de 1963). Em 64, a "Lei da Reforma Bancária" proibiu legalmente tal atividade, não apenas aos bancos comerciais, mas também as companhias de crédito e financiamento (Lei 4595 de 31 de dezembro de 1964). O artigo 30 da referida lei estabeleceu que estas instituições apenas poderiam operar com ações se contassem com a prévia autorização do Banco Central, que emitiria uma autorização especial, na dependência da apresentação por parte da instituição interessada de uma "solicitação justificada". Instruções subsequentes do Bacen deixaram

(17) Banco Interamericano de Desarrollo, Os Mercados de Capitais do Brasil, Deltec Panamérica S.A., Centro de Estudos Monetários Latino Americanos, México, D.F., 1968, p.150-155.

claro que tais autorizações apenas seriam concedidas para investimento em empresas relacionadas diretamente com as atividades da instituição solicitante, ou para outras circunstâncias não usuais (circular 30, artigo V). Parece claro, que a política oficial da época era a de restringir a operação de investimentos diretos em valores aos fundos mútuos e aos novos bancos de investimento vedando-as aos bancos comerciais. Os bancos de investimento tiveram como finalidade original o "underwriting" e a distribuição de valores e atividades correlatas com a escassez de negócios. Elas se tornaram principalmente, gerentes de fundo mútuo de investimento, administradoras de carteiras e negociadoras de ações já cortadas na Bolsa de Valores ou agentes de transações com letras de câmbio (18).

Foi somente em 1965, através do artigo 58 da "Lei de Mercado de Capitais" - lei 4728 - que o governo promoveu um impulso ao mercado acionário.

A nova lei - 4728, retirou o mercado de capitais da esfera estadual, colocando-o sob âmbito nacional, subordinando-o quanto à constituição e funcionamento, ao Conselho Monetário Nacional (CMN), organismo criado em substituição à SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito) - pela lei 4959 de 1964 e conferiu ao Banco Central a tarefa de regular e disciplinar o funcionamento do mesmo.

A referida lei deslocou as Bolsas de Valores do campo do direito público para o do direito privado determinando (18) idem, ibidem p.169

que se constituíssem como associações civis sem fins lucrativos (res. no.39, art. 10.) e regulamentou as exigências para a cotação em Bolsas, o registro de novas emissões e normas contábeis para companhias abertas.

A "Lei de Mercado de Capitais" autorizou as SAs a emitirem ações ao portador, ações e obrigações nominativas endossáveis e ações nominativas, bem como debêntures com correção monetária, assegurando aos respectivos titulares o direito de converter as últimas em ações do capital da sociedade emissora.

Além disso, pôs fim ao monopólio dos corretores de fundos públicos e permitiu a criação de sociedades corretoras com direito a admissão na Bolsa de Valores.

Alterou o sistema de administração das Bolsas, procurando transformar os CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO - figura que sucedeu às Câmaras Sindicais - em organizações coletivas das sociedades corretoras membros da Bolsa,

Inovação de grande alcance, traduziu-se na constituição e manutenção obrigatórias de um "Fundo de Garantia" (art. 45 e segs. da Res.39), com a finalidade exclusiva de assegurar aos clientes de suas associadas (sociedades corretoras) até o limite do referido "Fundo", a reposição de títulos ou valores mobiliários ali negociados e a devolução e diferenças de preços decorrentes de dano culposo ou de infiel execução de ordens aceitas para cumprimento em Bolsa de Valores ou, ainda, de uso inadequado de importância recebidas para compra, ou decorrentes da venda de títulos ou

valores mobiliários, o que confere total garantia às operações realizadas pelas Sociedades Corretoras. Tal "fundo" era administrado por "Comissão Especial" constituída pelo superintendente geral e dois integrantes do "Conselho de Administração" da Bolsa de Valores. É constituído com recursos cobrados aos associados das Bolsas numa taxa equivalente a 1% das corretagens por eles recebidas e 25% das importâncias pagas às Bolsas pela aquisição de títulos patrimoniais. No mínimo 50% do "Fundo de Garantia" são investidos em títulos de renda fixa e o restante em ações de sociedades anônimas de capital aberto (19).

A Lei no. 4728/65 autorizou também a constituição dos Bancos de Investimento que iniciariam suas operações em 1966. A eles caberia operar com financiamento a médio e longo prazos e realizar lançamentos públicos de ações ("underwriting"). Seguindo o modelo norte-americano, as sociedades de capital aberto foram definidas pelo Banco Central seguindo determinadas normas quanto aos direitos estatutários dos acionistas minoritários, publicação de balanços e obrigatoriedade de prestar informações amplas ao público investidor. Uma sociedade anônima seria considerada de capital aberto, desde que uma parte do seu capital estivesse distribuída entre um número mínimo de acionistas com participações menores do que 1% do capital social da empresa. Estabelecia-se um grau de disseminação do capital entre o público investidor como ponto de partida e a

(19) idem, ibidem p.170-177

obrigatoriedade de que esse coeficiente fosse aumentado até atingir 49% do capital social da empresa.

A grande importância da "Lei de Mercado de Capitais" de 1965, em relação aos Fundos Mútuos de Investimento foi a de definir claramente as condições em que os fundos em condomínio poderiam reinvestir de forma anônima sem incorrer nos inconvenientes que ocorriam antes da promulgação da lei. Os Fundos Mútuos em Condomínio são, em essência, uma propriedade de conjunto de ativos e foram usados sob a legislação anterior em virtude da inviabilidade legal para a formação de investimentos de capital aberto ("open-end funds") como uma típica sociedade anônima brasileira. De acordo com essa legislação fiscal vigente, os ganhos de capital recebidos por pessoas físicas - com exceção de lucros imobiliários eram isentos de tributação, enquanto os ganhos de capital recebidos por pessoas jurídicas eram tributados como renda ordinária. Para fugir à tributação, formavam-se "condomínios" sob a administração de terceiros - cada uma dessas partes mantendo participação fracionária no "pool" comum, sem que isso importasse em configuração implícita ou explícita de uma SA. Existia limite legal no sentido de que os fundos não podiam investir além de 10% de seus haveres nos títulos de outra sociedade nem controlar mais de 20% das ações com direito a voto de qualquer empresa. A firma administradora recebe compensação na forma de participação nos haveres líquidos dos fundos. A "Lei de Mercado de Capitais" isentou os rendimentos dos

Fundos em Condomínio do Imposto de Renda incidente sobre as sociedades de investimento, desde que estes distribuíssem anualmente os lucros auferidos (art.50) e autorizava a aquisição das próprias ações mediante a aplicação dos lucros acumulados ou do capital excedente.

Com vistas à segurança que as corretoras devem oferecer como instituições, aos seus clientes e aqueles com os quais transacionam, determinou a referida legislação que os membros do órgão diretivo, ou seja, da administração, diretoria ou gerência da sociedade corretora, detenham pelo menos 50% do capital social em ações da Bolsa.

Mas, os benefícios mais importantes outorgados às companhias abertas pela "Lei de Mercado de Capitais", incidem na área tributária. De acordo com a "Lei de Mercado de Capitais", as pessoas físicas podem abater de sua renda bruta, 30% das importâncias efetivamente pagas para a subscrição de ações nominativas ou nominativas endossáveis de sociedades anônimas de capital aberto, sempre que sejam retiradas para um prazo de 2 anos ou mais.(20)

Em fevereiro de 1966 concedeu-se incentivos às empresas que passassem a ter seu capital amplamente distribuído e fossem classificadas como abertas.

A 10 de fevereiro de 1967, através do Decreto-lei 157, foi criado o fundo 157, que facultava aos contribuintes do imposto de renda oferecer recursos às instituições

(20) dados extraídos do no. 1069 de 07/10/1974 da Revista Ranas, p. 28 à 30.

financeiras, que seriam aplicados exclusivamente na compra de ações ou debêntures conversíveis em ações de empresas abertas. A figura individual do corretor de fundos públicos foi totalmente substituída pela da sociedade corretora, empresa constituída sob a forma de sociedade por ações nominativas, ou por cotas de responsabilidade limitada. Aos antigos corretores foi permitida a criação de firma individual, que seria extinta ao morrer seu titular, ou se passasse a participar de alguma corretora.

Data dessa época, também, a criação da administração profissional para gerir a Bolsa e de um organismo que permanece até hoje: o Conselho de Administração, que passaria a ditar a orientação política geral da Bolsa, então formado por seis titulares das sociedades corretoras, um representante das sociedades de capital aberto e pelo superintendente geral, este com mandato de três anos.

Basicamente, o fundo 157 consistia em estimular as empresas a emitir ações ou debêntures conversíveis em ações com prazo de três anos - longo prazo, para a época. A fonte de recursos para absorver tais emissões viria de uma dedução de 10% do imposto de renda das pessoas físicas e jurídica - a destas foi reduzida para a metade, um mês depois - para a aquisição de Certificados de Compra de Ações. Os CCAs seriam adquiridos junto a corretoras, financeiras e bancos de investimento, que constituiriam " Fundos de investimento"

para aplicação dos recursos captados em emissão primárias (21).

A evolução do mercado acionário nesta época se deu principalmente em decorrência das resoluções do ano novo de 1968 do então ministro da Fazenda Antônio Delfin Neto, que por sua vez haviam-se somado às medidas anteriores, alterando substancialmente o quadro da política econômica - financeira. O aumento do imposto de renda sobre as letras de câmbio, e, em contrapartida, sua isenção no caso de compra e venda de ações ao portador, que era de 40% até 1968, caiu para 15%. Os incentivos do Decreto - lei 157 - que permitiam o abatimento de uma parte do imposto devido para ser aplicado em ações - foram prorrogadas até 1970, com pequenas modificações. As pessoas físicas poderiam aplicar não apenas 10%, mas 12% do seu imposto. Mas a mudança fundamental foi a obrigatoriedade de que dois terços de qualquer destas aplicação deveriam se destinar a novas Ações - ampliando, assim a área de investimentos (22).

Em 1969, a permissão para a compra de Ações em Bolsa passou de 10% (fundos - 157) para 33%, ampliando-se para 66% em 1970. Neste mesmo ano, o mercado beneficiou-se com a decisão governamental de ampliar o prazo de aplicação em ações da bolsa (incluindo "underwritings") com finalidade de

(21) extraído da revista Os fundos 157 - onze anos depois, publicada pela Bolsa de Valores de São Paulo, São Paulo, SP, 1978, p.6 à 8

(22) BOVESPA, 100 anos de Bolsa, IBMEC, São Paulo, SP, 1990, p.65.

dedução do imposto de renda, o que permitiu maior afluxo de capitais a esse mercado.

Em 1972, o Decreto Lei 1214 criou o sistema CCAs emitidos pela secretaria da Receita Federal e que passaram a ser entregues ao contribuinte juntamente com a notificação do imposto de renda, através da rede bancária. Paralelamente, o parcelamento dos resgates dos mesmos em três vezes, beneficiou o sistema na medida em que prorrogou o prazo de permanência dos recursos e diluiu no tempo o impacto dos resgates (23).

O Decreto Lei 1338, de 23 de julho de 1974 alterou a legislação do imposto de renda criando novos incentivos a compra de ações no mercado secundário e mantendo os estímulos ao mercado primário de subscrição de ações - e aos rendimentos das ações - dividendos ou bonificações. Em se tratando de compra de ações no mercado secundário, de acordo com o referido Decreto - Lei, o contribuinte pôde abater até 6% no imposto de renda devido das importâncias aplicadas em Bolsa. Essas ações ficaram custodiadas pelo prazo de 2 anos, em instituições financeiras ou na própria Bolsa de Valores, através de sociedades corretoras. Embora permanecessem custodiadas, as ações puderam ser vendidas no mercado secundário, desde que no prazo de 15 dias, o produto da venda fosse reaplicado na Bolsa (24).

(23) extraído da Revista Os fundos 157 - onze anos depois, publicada pela Bolsa de Valores de São Paulo, São Paulo, SP, 1978, p.10 à 15.

(24) informações extraídas do número 1069 de 07/10/1974 da Revista Fapes, p.30-32.

Em 1975, deu-se o primeiro passo para abrir o mercado de capitais nacional à participação de investidores estrangeiros. A formação de fundos especiais, na forma jurídica de sociedades de investimentos, foi autorizada pelo Decreto - Lei 1401. Estas sociedades deveriam ter um patrimônio inicial não inferior a US\$ 200 mil, sendo guiadas por regras de investimentos e diversificação semelhantes àquelas em vigor para os fundos mútuos.

Em 24 de junho de 1976, pela Resolução No. 381, o Banco Central aprovou um Regulamento que disciplinava a conversão das cotas em ações e certificados de participação em reflorestamento, operacionalizando, assim, os fundos FINAM (Fundo de Investimento da Amazônia), FINOR (Fundo de Investimento do Nordeste), e Fiset (Fundo de Investimentos Setoriais). A negociação das cotas e conversão foram feitas através de leilões, realizados nas Bolsas de Valores.

Em dezembro do mesmo ano foi promulgada a nova "Lei das Sociedades Anônimas" (No. 6404, de 15 de dezembro) e criada a comissão de Valores Mobiliários, CVM (Lei No. 6385, de 7 de dezembro de 1976). A primeira reformularia e modernizaria as condições de funcionamento das sociedades anônimas, dando ênfase à conduta destas empresas em relação aos investidores, protegendo o acionista minoritário no mercado de ações. Já a Comissão de Valores Mobiliários, vinculada ao Ministério da Fazenda (entidade autárquica) foi criada com

amplos poderes para disciplinar e estabelecer medidas para todo o mercado (25)

Em 1977, através do Decreto-Lei No. 1531 são concedidos incentivos a financiamentos para a execução do programa de apoio à capitalização da empresa privada nacional e são concedidas incentivos fiscais às pessoas físicas que adquirissem ações do Banco da Amazônia S.A. (Decreto-Lei No. 1557) com o objetivo de canalizar recursos para o estado de Amazonas (26).

A 23 de fevereiro de 1978, pela Resolução no. 460 do Banco Central, foram disciplinadas as aplicações de reservas técnicas dos Fundos de Pensão, que passaram a ter obrigatoriamente uma porcentagem em ações e debêntures.

A CVM entrou em pleno funcionamento a partir de abril de 1978 - e uma de suas primeiras medidas foi a elaboração, em conjunto com o Banco Central do Brasil, do anteprojeto de reformulação do sistema operacional dos Fundos 157. Através deste anteprojeto, é aumentado para 80% no mínimo, do valor global do Fundo para aplicação em ações ou debêntures conversíveis de companhias abertas controladas por capitais privados nacionais, adquiridos para subscrição ou em Bolsa (27).

(25) BOVESPA, 100 anos de Bolsa, IBMEC, São Paulo, SP, 1990, p.67-69.

(26) Bolsa de Valores de São Paulo, Anuário de 1977, São Paulo, SP, 1977, p.26.

(27) Bolsa de Valores de São Paulo, Revista Os fundos 157 - onze anos depois, São Paulo, SP, 1973, p.15.

A década de 80 foi marcada por pequenas alterações em relação a legislação do final da década de 70. Pode-se dizer que os incentivos fiscais adotados em 80 foram praticamente os vigentes no final da década de 70, com algumas variações.

Em 1982 a CVM fixa um série de normas restritas para resolução no. 39 para o mercado futuro de ações o que implicou num ressentimento do pregão com a suspensão em caráter temporário da auto regulação das Bolsas (28).

Em maio de 1984, o Banco Central do Brasil, através da resolução no. 922 reitorou as atividades da Bolsa de Valores quase que totalmente, conseguir estabilizá-la no que tange ao comercio de ações (mercado secundário).

Em dezembro de 1985, a CMN estabeleceu que o mercado acionário estaria sujeito à uma nova taxaão, o imposto sobre operações financeiras, IOF, o qual passou a incidir também sobre o comercio de ações no mercado secundário (29).

Em outubro de 1986, após a implementação do "plano cruzado" e desvalorização cambial foram regulamentadas novas modalidades de aplicações do capital estrangeiro em Bolsa pelo Banco Central do Brasil (30).

(28) BOVESPA, 100 anos de Bolsa, IBMEC, São Paulo, SP, 1990, p.72.

(29) BOVESPA, Profile 1987, São Paulo, SP, 1987, p.3 à 5.

(30) BOVESPA, 100 anos de Bolsa, IBMEC, São Paulo, SP, 1990, p.84.

Em dezembro de 1987, algumas operações em Bolsa (a compra de certas ações no mercado secundário(*)) tornaram-se isentas de IOF e outras taxas que eram cobradas e as operações de financiamento na Bolsa de Valores através de "underwriting" obtiveram incentivos fiscais que variavam em relação ao setor industrial a que pertencia a empresa (31).

O projeto de conversão da dívida externa através de leilão em Bolsas, implementado a partir de março de 1988, com o surgimento dos fundos de conversão e a criação do Brasil Fund, foi a principal medida institucional adotada em 1988 (32).

Em junho de 1989 a CVM interveio, diretamente, nos mercados de opções e de futuros de índices, através da Deliberação no.81, que proibiu por tempo indeterminado o lançamento de novas séries de opções e a abertura de contratos futuros de índices para especulação.

Neste mesmo ano, através da instrução no. 100, a CVM aprovou o aumento do limite de ações que as empresas possam possuir em tesouraria para 10% dos títulos de sua emissão (33).

Apresentar-se-á algumas características dos incentivos fiscais fornecidos às companhias de capital aberto no Brasil atualmente (março de 1990):

(*) ações de empresas estratégicas no contexto da política industrial adotada.

(31) BOVESPA, Profile 1987, São Paulo, SP, 1987, p.5.

(32) BOVESPA, Profile 1988, São Paulo, SP, 1988, p.3.

(33) BOVESPA, Profile 1989, São Paulo, SP, 1989, p.31.

Os incentivos fornecidos para a subscrição de ações são os seguintes:

„ Deduzem-se 30% das quantias efetivamente aplicadas na subscrição de ações nominativas ou nominativas endossáveis de companhias de capital aberto;

„ As ações adquiridas devem permanecer como propriedade do investidor e ser custodiadas como instituição financiada pelo prazo de 2 anos, no mínimo, mas todos os seus rendimentos podem ser dispostos livremente pelo investidor.

„ Não se aplica o incentivo a compras de "ações antigas" feitas em Bolsa, e correspondentes a emissão anteriores;

„ São dedutíveis, porém, tanto as subscrições feitas diretamente pela companhia como as realizadas por intermédio de instituições financeiras, durante a fase de distribuição e colocação dos títulos. Considera-se, para este fim, o prazo de 180 dias contados da data do registro da emissão pelo Banco Central.

„ O abatimento de 30% deve ser calculado sobre o valor que a empresa receberá do investidor e não sobre o preço que o investidor deverá pagar à instituição financeira, que é sempre maior;

„ São consideradas companhias de capital aberto as empresas que têm certificados emitidos pelo Banco Central.

Os incentivos fornecidos aos dividendos recebidos (dados de março de 1990) são os seguintes:

„ Dedução permitidas: até Cr\$ 2376,00 anuais de dividendos ou bonificações em dinheiro distribuídos por sociedades anônimas de capital aberto e ações nominativas, nominativas endossáveis ou ao portador identificado.

„ Esse limite é elevado anualmente.

Os incentivos fornecidos à compra de cotas ou certificados de participação em condomínios de valores imobiliários são os seguintes:

„ dedução de 15% das quantidades efetivamente aplicadas na compra dessas cotas ou certificados.

„ Computam-se tanto as aquisições feitas diretamente em dinheiro, como as aquisições feitas para a reaplicação de distribuições do fundo não retiradas, mas reaplicadas na compra de cotas pelo investidor-cotista.

„ O investidor deve permanecer com a aplicação no mínimo para 2 anos. É obrigatório a custódia do certificado com instituição financeira.

Incentivos fornecidos por fundos fiscais:

Os fundos fiscais são fundos com condomínio para investimento em ações.

„ A dedução que cabe ao contribuinte que aplicar no fundo fiscal é de 12%. Essa importância, na verdade, será aplicada por ele na compra de certificados de fundos fiscais.

„ É direito do contribuinte, escolher, a seu critério, o Fundo Fiscal em que deseja fazer a aplicação desses 12%.

„ As cotas dos fundos fiscais não são negociáveis, mas devem ser registradas pelo Fundo (se o cotista pedir o resgate) de acordo com o seguinte esquema: 30% depois de 2 anos da data de aplicação, 50% depois de 3 anos e o saldo após completos 4 anos.

Reduções permitidas aos rendimentos de fundos:

„ dedução de até Cr\$ 792,00 anuais (dato de março de 1990) de rendimentos de fundos de investimento. A dedução que for realizada de rendimentos recebidos de fundos, somada a que diz respeito aos dividendos de companhias de capital aberto não pode ultrapassar o limite global de Cr\$ 2.736,00 (34).

(34) extraído do Manual de Imposto de Renda de 1990.

III. Evolução do Mercado Primário de Ações (1964-1989)

A evolução do mercado primário de ações ("underwriting") é o ponto-chave para o desenvolvimento da monografia, cujo objetivo é a discussão dos limites à abertura do capital privado nacional.

Para isso, partiremos de um dado que a primeira vista pode parecer restritivo: a evolução do mercado primário de ações na Bolsa de Valores de São Paulo. Mas, sendo a BOVESPA a maior Bolsa de Valores do Brasil, a qual movimenta o maior volume de ações em relação às outras Bolsas, essa restrição não alterará o resultado final.

O período de maior relevância para o estudo vai de 1964, com a reforma financeira (1), até 1989.

A partir de 1964, com a reestruturação do sistema financeira, o governo veio fazendo grandes esforços para o desenvolvimento do mercado acionário. A legislação tributária foi modificada de modo a propiciar incentivos fiscais às companhias de capital aberto.

Sem dúvida nenhuma esse dispositivo legal incentivou muitas empresas de capital fechado a considerar a possibilidade de efetuar lançamentos junto a público. No entanto, em 1964 a demanda por este mercado estava tão

(1) A reforma financeira de 1964 será tratada no próximo capítulo

desilustada que não conseguiu absorver os novos lançamentos. Como consequência, este estímulo fiscal veio favorecer apenas aquelas empresas que se configuravam como sendo de capital aberto. (2)

Um dos elementos que restringiu a oferta de títulos, a é então, foi o alto custo de lançamento de novas ações no público ("underwriting"), pagando as empresas emissoras uma taxa em torno de 7,5 a 20% do preço das ações. Além disso, a oferta de títulos também foi limitada pelo desinteresse das empresas estrangeiras em colocar parte do capital de suas subsidiárias nas mãos dos investidores brasileiros. Assim, a tendência da maioria das filiais brasileiras de empresas multinacionais foi a de manter uma estrutura organizacional semelhante às das empresas brasileiras de estrutura familiar.

Foi somente com o advento da "Lei de Mercado de Capitais" em 1965, que as Bolsas brasileiras e a de São Paulo em particular, tiveram condições para um desenvolvimento efetivo. Estas medidas, juntamente com as providências do governo no sentido de combater a inflação, possibilitaram um grande crescimento das atividades bolsísticas. Até então, a maior parte dos negócios na Bolsa paulista era com títulos emitidos pelos poderes públicos. A partir da nova regulamentação e em decorrência de medidas

(2) Banco Interamericano de Desarrollo, Os Mercados de Capitais do Brasil, Deltec Panamérica S.A., Centro de Estudos Monetários Latinoamericanos, México, D.F., 1963, p. 69-73.

incentivadoras, os papéis acionários aumentaram substancialmente a sua participação. (3)

Embora os incentivos fiscais, na primeira etapa, tenham sido importantes para o desenvolvimento do mercado de ações, a criação dos Fundos Fiscais 157 em 10/02/67 foi o fator mais decisivo para sua evolução. De 1967 a 1972 as ações colocadas via DL-157 - cerca de 821 milhões de ações, provenientes de 339 lançamentos, segundo levantamentos da BOVESPA, mobilizaram recursos equivalentes aos empréstimos concedidos pelo BNDE no mesmo período. (4)

No quadro I mostrar-se-á a participação dos Fundos Fiscais 157 no capital total das vinte maiores empresas em 1967. Conforme se verifica somente a "Bardella" possui mais da metade de seu capital em fundos 157.

(3) Idem, Ibidem p. 74-80

(4) BOVESPA, Os fundos 157 - 11 anos depois, Revista da Bolsa de Valores de São Paulo, São Paulo, S.P., 1978, p.45

QUADRO 1

Os Fundos 157 no capital total das vinte maiores empresas em
1967 (em %)

Colocação	Empresas	Os fundos no capital da empresa
14	Bardella	52,1
5	Mesbla	36,6
3	Aços Villares	34,1
17	Manah	28,2
12	Estrela	27,7
6	Ind. Villares	27,0
16	Ferro Brasileiro	23,0
18	Duratex	22,2
20	Consul	20,8
2	Lojas Americanas	19,6
1	Alpargatas	18,9
19	Sadia Concórdia	16,6
13	Ind. Romi	14,8
8	Casa Anglo	14,3
7	Brahma	12,2
11	Metál Leve	11,9
10	Belgo Mineira	11,1
15	Pirelli	4,1
9	Souza Cruz	2,3
4	Petrobrás	0,6

Nota: Carteira consolidada de ações - posição de 30/12/67

Fonte: BVSP

Com esses estímulos, o número de sociedades anônimas que se registraram no Banco Central como sendo de capital aberto como sendo de capital aberto aumentou acentuadamente no período de 1968 - 1971, como se verifica no QUADRO II.

QUADRO II

Evolução do número de sociedades anônimas de capital aberto registradas no Banco Central (1968-70)

ANOS	TOTAL DE S.A.s REGISTRADOS NO BACEN
1968	289
1969	296
1970	400
1971	493

Fonte: CNBV, Introdução ao mercado de ações, IBMEC, 1986, p.134

No GRÁFICO I observa-se a evolução da emissão acumulada por tipo de títulos na BOVESPA de 1968-1970. Verifica-se que em 1968 foram emitidas 125 milhões de ações preferenciais, quase 50 milhões de ações ordinárias, enquanto que as debêntures não chegaram aos 2 milhões de títulos emitidos.

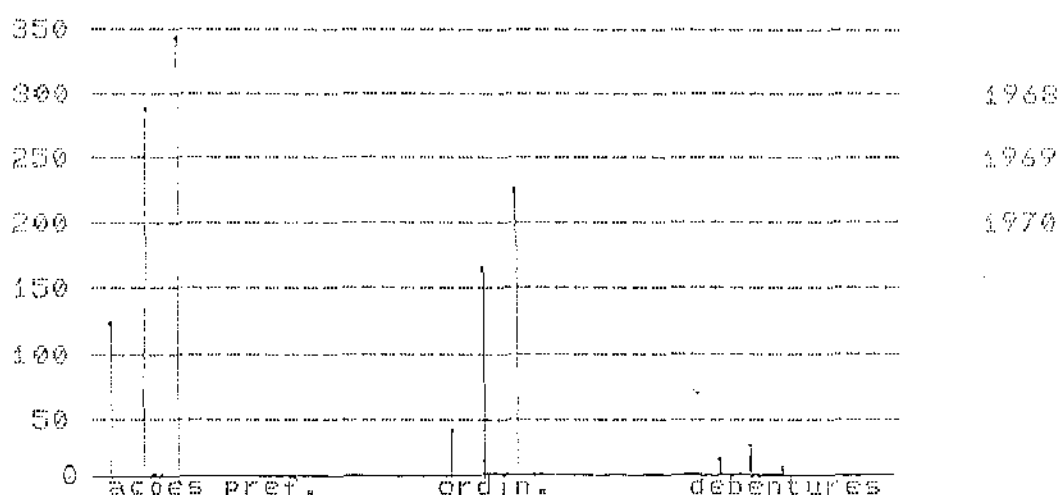
Em 1969 foram emitidas cerca de 300 milhões de ações preferenciais, 160 milhões de ações ordinárias e mais de dois milhões de debêntures.

Em 1970 foram emitidas quase 350 milhões de ações preferenciais, 210 milhões de ações ordinárias e o número de debêntures emitidas diminuiu em relação a 1969.

Conclui-se, portanto, que o maior aumento de emissão de 1968 a 1970 ficou por conta das ações preferenciais, que receberam um grande número de incentivos fiscais.

GRÁFICO 1

Evolução da distribuição acumulada por tipos de títulos
(em milhões de títulos)



Fonte: Banco Central, Gemec, 1970

Na década de 70, o fato mais marcante do desenvolvimento do mercado acionário foi o "Boom da Bolsa" ocorrido em junho de 1971, que se prolongou até 1972. O mercado passará por uma fase intensa reformulação, juntamente com todo o setor financeiro. As medidas preconizadas e postas em prática pelo governo em relação às sociedades anônimas fizeram as cotações da Bolsa subirem. O volume de recursos e de pessoas querendo comprar ações crescia em ritmo acelerado, enquanto o número de emissão crescia em ritmo lento. Mas, diante da facilidade com que se vendia qualquer papel em meados de 1971, intensificou-se o número de companhias que obtiveram o registro de emissão para oferta pública, invertendo-se o desequilíbrio até então existente entre a oferta e a demanda de papéis. Como consequência dessa situação e dos altos níveis de preços atingidos, o mercado entrou em processo de baixa geral, que se prolongou até o final do ano.

O estado depressivo das bolsas se estendeu até 1976. Nesse período houve uma série de medidas por parte do governo no sentido de recuperar o mercado acionário, visando atrair investidores institucionais. Nenhuma dessas medidas foi capaz de reanimar efetivamente o mercado. (5)

Em 1977 o mercado de ações apresentou um desempenho satisfatório graças à nova "Lei das S.A.s". O valor total dos registros de emissões de ações por oferta pública no

(5) CNBV, Introdução ao mercado de ações, IBMEC, São Paulo, S.P., p. 136

Banco Central atingiu a quantidade de 1635,5 milhões de títulos (+32,8% sobre a de 1976). Este total foi representado por 748,8 milhões de ações ordinárias e por 907,8 milhões de ações preferenciais.

Dever-se estabelecer que este valor supeestima em muito a verdadeira capitalização das empresas via mercado acionário pois as subscrições efetuadas diretamente por investidores já acionistas de uma determinada empresa não são computadas, pois geralmente se registram no Banco Central apenas as sobras de subscrição.(6)

Em 1978 foram emitidas 3058 milhões de ações ordinárias e 3631 milhões de ações preferências, totalizando 6689 milhões de ações emitidas.

Em 1979 a emissão de ações preferenciais aumentou acentuadamente, perfazendo 5748 milhões de títulos e as ações ordinárias aumentaram para 4936 milhões de ações, totalizando 10,684 milhões de ações emitidas. (7) (8)

Os anos oitenta foram marcados por uma crise que afetou a economia do país e se refletiu profundamente no mercado financeiro.

Em 1980 foram emitidas 19.993 milhões de ações, das quais 6,274 mi ordinárias e 13,719 mi preferenciais. (9)

Ver-se-á no QUADRO III, a lista das 10 maiores empresas em termos de valor de mercado em março de 1980.

(6) Anuário da BOVESPA, 1977, São Paulo, S.P., p.20-21

(7) Banco Central do Brasil, Boletim n.12, 1983, p.83

(8) Estes dados referem-se às Bolsas de Valores do Brasil e não somente à BOVESPA

(9) Banco Central do Brasil, Boletim n.12, 1983, p.83

QUADRO III

As 10 maiores empresas em termos de V. M. em março de 1980

ORDEN	EMPRESAS	(V.M. US\$ B1)
1	Banco do Brasil	2,28
2	Petrobrás	2,25
3	Eletrobrás	1,43
4	CESP	0,95
5	Bradesco	0,72
6	Banco Itaú	0,50
7	Vale do Rio Doce	0,50
8	Souza Cruz	0,44
9	Light	0,37
10	Pirelli	0,28
TOTAL		9,72

Fonte: CNBV, Introdução ao Mercado de Ações, IBMEC, São Paulo, S.P., 1986, p.46

É interessante observar que entre as dez maiores empresas privadas nacionais pelo critério de valor de mercado em 1980, não há nenhuma empresa nacional não financeira. A maior empresa nacional privada não financeira

é a BRAHMA (colocada em 15o. lugar), com um valor de mercado de US\$ 170 mi.

Além disso, pode-se constatar o grande peso das empresas estatais no mercado acionário brasileiro. Mais da metade do valor de mercado da amostra está concentrado em empresas cujo controle está nas mãos do governo, o valor de mercado das empresas privadas nacionais correspondem a aproximadamente um terço do valor de mercado total.(10)

Os principais inibidores do mercado secundário de ações em 1981 foram os títulos do "OPEN MARKET", o dólar e os títulos de renda fixa, os quais ganharam da inflação em termos reais. Assim, o mercado primário desenvolveu-se condicionado pela grande competitividade mantida pelos mesmos. Desse modo, 65 empresas abriram seu capital ao longo do ano.

As emissões de ações durante o exercício de 1981, demonstraram redução de 20,9% sobre o volume emitido em 1980. Por sua própria natureza de títulos de renda variável, as ações não alcançaram boa aceitação junto aos aplicadores. Dada a dificuldade de colocação no mercado, o lançamento das ações se fez a preços inferiores à cotação no mercado, a fim de atrair investidores, resultando para a empresa, numa captação de recursos em volume inferior àquele que efetivamente poderia ser realizado e, a um custo elevado.(11)

(10) CNBV, Introdução ao mercado de ações, IBMEC, São Paulo, S.P., 1986, p.46 - 48.

(11) Anuário da Bovespa, 1981 p.61 - 62.

Em 1984, a admissão de 32 empresas elevou para 522 o número de companhias negociadas na BOVESPA, com uma capitalização de Bolsa superior a US\$ 92 mi., registradas no final do exercício.

A participação da BOVESPA no volume geral das Bolsas em 1984 foi de 56,6%.⁽¹²⁾

As emissões públicas registradas em 1984 em volume de ações atingiram US\$ 35.518 mil e em 1985 atingiram US\$ 36.145 mil.

Em 1986, foi instituído o "Plano Cruzado", fundamentado na reforma monetária, no congelamento de preço e salários e na desindexação da economia.

Em outubro do referido ano, a desvalorização do cruzado e a regulamentação do capital estrangeiro na Bolsa atraíram novamente os investidores. A retração rápida do mercado, porém, foi a tônica que finalizou o ano de 86.⁽¹²⁾

A maior quantidade de ações emitidas em 1986 ficou por conta do setor metalúrgico, o qual atingiu 13% de participação no mercado nacional, em seguida aparece o setor petroquímico com quase 10% de participação, vindo a seguir o setor siderúrgico e de mineração com 8% e o setor têxtil com 7% de participação no mercado bursátil.⁽¹³⁾

Dois planos econômicos fracassados - o "Plano Cruzado" de 28/02/86 e o "Plano Bresser" de 12/06/87 - deixaram como sequelas ^{uma} ~~des~~organização do sistema produtivo e

(12) BOVESPA, 100 anos de Bolsa, IBMEC; São Paulo, S.P., 1989, p.83 - 84.

(13) Boletim do Banco Central, 1986, p. 24

descontornaram as dificuldades do governo em controlar o déficit público. A redução das reservas internacionais levou o país a decretar a moratória em fevereiro de 1987.(14)

Assim, o mercado primário, ressentindo-se das condições menos propícias para o investimento em ações, apresentou acentuada redução no fluxo de novas emissões, registrando um total de US\$ 79 milhões de colocação até outubro de 1987, contra US\$ 145 milhões no mesmo período do ano anterior. A menor atividade neste mercado traduziu-se em um número de cancelamento de registros de companhias abertas superior aos novos registros, reduzindo o número total dessas empresas para 1005 em outubro de 1987, contra 1020 ao final de 1986.

Em 1987 foram admitidas à negociação 13 novas empresas na BOVESPA, totalizando 596 empresas (contra 592 no final de 1986), que emitiram no mercado, até 30/09/87, através de subscrições públicas e particulares, cerca de 4,2 bilhões de títulos.(15)

Em 1988 os negócios com títulos de renda variável, realizados em Bolsa, tiveram um comportamento diverso do ocorrido no ano anterior, apresentando expressivo crescimento. Naturalmente, o desempenho positivo a médio prazo acabou influenciando o segmento primário, que apresentou alguns indícios de recuperação.

Ao longo do ano, 76 lançamentos de ações foram registradas na CVM. As emissões englobaram 24,3 bilhões de

(14) BOVESPA, 100 anos de Bolsa, IBMEC, São Paulo, S.P., 1989, p.85

(15) Boletim do Banco Central, 1987, p.25 - 26.

títulos, dos quais 60% preferenciais e 40% ordinários. Do total dos lançamentos, 12% se referiam à abertura de capital, contra 2% em 1987.

Do total de recursos captados, 54% foram destinados a investimentos, 41% para reforço de capital de giro e 5% para redução do passivo exigível, modificando o perfil desta destinação no ano anterior, quando estas participações foram de 35%, 64% e 1%, respectivamente.

Desagregando-se os dados por tipo de empresa verifica-se que do volume total de emissões, 6% foram realizadas por empresas estatais, 89% por empresas de capital privado nacional e 5% pelas de capital estrangeiro. No ano anterior, o primeiro grupo havia participado com 45%, o segundo com 55% e o último não teve participação.

Com relação aos setores econômicos, o metalúrgico e o siderúrgico ficaram com o maior volume, 25% do total, seguido pelo financeiro com 12% autopeças, carrocerias e implementos agrícolas, 10% , comércio, 10% e aparelhos e materiais de consumo doméstico, 9%. No período anterior, o setor financeiro havia tido a maior participação com 48% do total, seguido do agropecuário, silvicultor, de fertilizantes e inseticidas com 12% , do metalúrgico e siderúrgico com 9% , de autopeças, carrocerias e implementos agrícolas com 7%.(16)

Em 1989 a inflação atingiu 1789%. O destaque do exercício ficou em função do "OPEN MARKET", que ganhou da

(16) Boletim do Banco Central, 1988, p. 56 - 58.

inflação em 16,69%, o dólar no mercado paralelo veio logo a seguir com 13,55%, o ouro superou a elevação de preços em 7,45% e a caderneta de poupança em escassos 1,79%.

O número de empresas que abriu o capital foi quase três vezes inferior ao número de companhias que decidiu fechar o capital no período. Com o cancelamento do registro de sociedade de capital aberto de 36 empresas, incluindo 12 que foram incorporadas em bancos múltiplos, e com a abertura de capital de mais 16 empresas, ficaram e cerca de 950 as sociedades com registro de capital aberto. Observou-se um crescimento de 36,3% em relação a 1988.(17)

(17) CNBV, Relatório 1989, São Paulo, S.P., 1989 p. 234 - 235.

IV. EVOLUÇÃO DO MERCADO SECUNDÁRIO DE AÇÕES (1964-1989)

O mercado secundário de ações possui estreita ligação com o mercado primário; é o mesmo tempo causa e efeito da evolução do mesmo.

Trataremos nesse item, da evolução do mercado secundário de ações, abrangendo o período de 1964 à 1989, com a mesma restrição que se fez no item "evolução do mercado primário de ações", isto é: a evolução do mercado secundário de ações na BOLSA DE VALORES de São Paulo.

Em 1964, apesar da reforma do sistema financeiro (1) e da concessão de incentivos fiscais aos aplicadores em ações, não registrou-se um forte recrudescimento no movimento das Bolsa de Valores(2)

Somente em 1965, com a promulgação da "Lei de Mercado de Capitais" é que as Bolsa de Valores começaram a ter condições para um desenvolvimento efetivo.

Embora a "Lei de Mercado de Capitais" tenha sido importante para o desenvolvimento do mercado de ações, a

(1) A reforma financeira de 1964 será tratada no próximo capítulo.

(2) BOVESPA, 100 anos de Bolsa, IBMEC, São Paulo, S.P., 1989, p.57

criação dos Fundos Fiscais 157 em 10/02/67 foi o fator chave para o seu desenvolvimento.(2)

Entre 1967 e 1970 o mercado secundário alcançou um grande crescimento graças aos incentivos fiscais adotados, mobilizando cerca de US\$ 16 bilhões em termos de valor de mercado de ações negociadas.(3)

Em 1970, a BOVESPA atingiu 343.935 operação contra 176.798 do ano anterior, o recorde em número de transação desde a sua implantação.(4)

O fato mais marcante do desenvolvimento do mercado de ações na década de setenta foi, sem dúvida, o "boom da Bolsa" em 1971, como explicitaremos a seguir.

O excelente desempenho da economia nacional, a partir de 1968, com taxas de crescimento do PIB oscilando em torno de 10% ao ano se fez acompanhar da confiança na sustentação do crescimento econômica. A extinção do mercado não formalizado de dinheiro (agiotagem) e a paralisação total do mercado negro do dólar em face da instituição da taxa flexível de câmbio, liberaram recursos que seriam bem abrigados no mercado acionário pelo anonimato (para fins de imposto de renda - ações ao portador) e pela ausência de imposto sobre ganhos de capital. Estes recursos viriam juntar-se aos que buscavam voluntariamente o mercado de

(3) BOVESPA, Os fundos 157 - II anos depois, Revista da BOVESPA, São Paulo, SP, 1978, p.44

(4) BOVESPA, 100 anos de Bolsa, IBMEC, São Paulo, SP, 1989, p.63

ações, formando com os dos fundo 157 uma massa considerável de dinheiro a ser aplicada em ações.

A conjugação disso tudo representou uma enorme pressão de demanda de ações que não teve resposta rápida do lado da oferta. Como consequência os preços começaram a subir, o que fez com que mais aplicadores buscassem o mercado de ações, alimentando o movimento de alta.

Diante da facilidade com que se vendia qualquer ação, as empresas inundaram o mercado com novas emissões de ações e o volume de oferta de ações começou a superar a sua demanda. À medida que os especuladores e/ou aplicadores mais hábeis retiravam seus recursos da BOLSA DE VALORES, os preços das ações começaram a cair, levando à fuga de capitais do mercado e resultando em graves perdas. O mercado bursátil entrou então, numa fase de recessão que se estendeu até 1976.(5)

Em 1971 a ampliação no volume de recursos e de aplicadores que se dirigiram para o mercado de ações, mobilizaram recursos da ordem de aproximadamente US 25 bilhões (considerando-se o valor em dólar de dezembro 1989).

Entre 1971 e 1976, o mercado bursátil atuou em baixa, mas houve períodos de recuperação. Um exemplo de recuperação ocorreu em 1974, quando as ações da Petrobrás chegaram a

(5) CNBV, Introdução ao mercado de ações, IBMEC, São Paulo, SP, 1986, p.135

dobrar de preço, devido ao anúncio da descoberta de petróleo na bacia de Campos.(6)

Será explicitada no quadro I o valor do volume total de ações negociadas entre 1965 e 1974 (valores convertidos em dólar - dezembro 1989).

Pode-se perceber que o ano de 1971 apresentou um recorde (aproximadamente US 25 bilhões) em valor de ações negociadas, enquanto o valor de ações negociadas de 1972 à 1976 não chegou nem à metade do referido ano.(7)

QUADRO I

TOTAL GERAL DE AÇÕES NEGOCIADAS

ANOS	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Valor a preços de mercado em bilhões de dólares (convertidos p/1989)	0,235	0,190	0,869	5,276	4,683	5,385	25,697	6,424	5,329	7,867	9,816	10,965

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil

(6) BOVESPA, 100 anos de Bolsa, IBMEC, São Paulo, SP, 1989, p.67

(7) Trata-se da contabilização das Bolsas de Valores do Brasil e não somente da BOVESPA.

Em 1977, o mercado de ações apresentou um melhor desempenho dando sinais de recuperação. no quadro II apresentar-se-ão as 10 ações negociadas em 1977 na BOVESPA.

QUADRO II
AÇÕES MAIS NEGOCIADAS - 1977

ordem	ação	tipo	partic. no valor total %
1	Petrobrás	PP	16,22
2	B Brasil	PP	15,73
3	Belgo Mineira	OP	3,55
4	Servix Eng	OP	2,93
5	V. Rio Doce	PP	2,62
6	Acesita	OP	2,61
7	B Brasil	ON	2,47
8	Sharp	PP	2,24
9	Alpargatas	OP	2,15
10	Alpargatas	PP	1,98

Fonte: Anuário da BOVESPA, 1977, São Paulo, SP, p.80

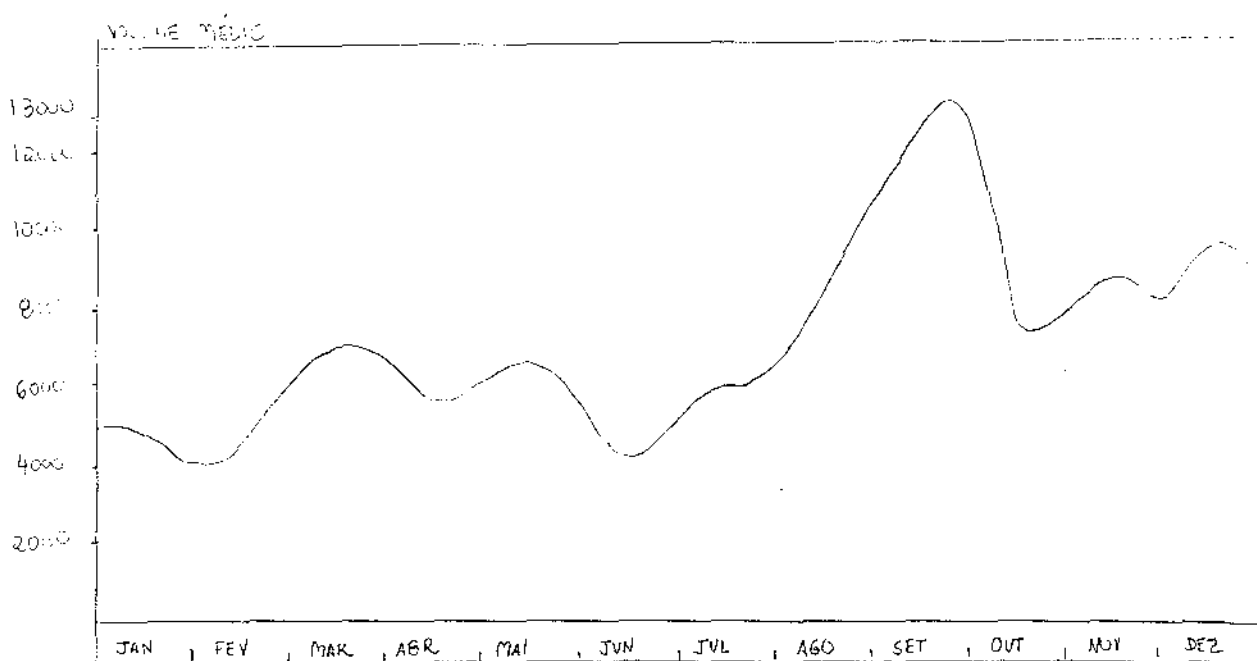
As duas ações mais negociadas, Petrobrás PP e Banco do Brasil PP, representam 31,95% do total de ações negociadas em 1977.

O volume médio de ações negociadas em 1977 será explicitado no gráfico II.

Percebe-se que o volume de registros de operações apresentou fortes oscilações durante o período, com os meses de setembro e outubro registrando os maiores totais do ano.

GRÁFICO II

VOLUME MÉDIO DE AÇÕES NEGOCIADAS EM 1977,
MÊS A MÊS NA BOVESPA



FONTE: Anuário da Bovespa, 1977, São Paulo, SP, p. 17

Em 1978 foram transacionados 13,5 bi de títulos na Bolsa de Valores, cerca de 15% (em termos reais) a mais que o total negociado no ano anterior.

Com esse volume, a BOVESPA respondeu para 43,16% do volume geral de negócios nas bolsas de valores do país, contra uma participação de 37,38%, em 1977.(8)

Em 1979 os negócios nas bolsas continuaram crescendo, com um total de 7% a mais de títulos negociados que o ano anterior.(9)

Nos anos oitenta, o desempenho das bolsas de valores foi afetado pela crise econômica que assolou o país configurando-se num comportamento extremamente oscilante.

Em 1990 foram negociadas 28,15 milhões de ações na BOVESPA. O setor de fertilizantes que até fins de 1980 vinha apresentando um dos melhores desempenhos em termos de rentabilidade dos papéis negociados em bolsa, passou em 1981, por processo de reversão de tendência, em razão da política de redução gradual dos subsídios adotados pelo governo. Assim, o aumento das taxas de juros para o setor agrícola provocou desestímulo ao consumo de fertilizantes, com redução no faturamento das empresas e, em consequência, queda nas cotações de boa parte das ações do setor negociadas em bolsa.

(8) Relatório Anual 1978 da BOVESPA, 1978, São Paulo, SP

(9) Banco Central do Brasil, Boletim no. 12, 1983, p. 83

Nesse assim, houve um crescimento de 102,8% do valor das ações negociadas em bolsa em termos nominais em 1981.(10)

No quadro III, demonstrar-se-á as 10 ações mais negociadas na BOVESPA em 1982. Pode-se constatar que as ações mais negociadas foram Petrobrás P.P., Paranapanema P.P. e do Bradesco P.N.

QUADRO III

AS 10 AÇÕES MAIS NEGOCIADAS À VISTA EM 1982

ORDEN	AÇÕES	QUANTIDADE
1o.	Petrobrás PP	4.556.819.000
2o.	Paranapanema PP	2.086.586.000
3o.	Bradesco PN	1.843.153.000
4o.	Brasil PP	1.338.742.000
5o.	Itaubanco PN	1.332.646.000
6o.	Acesita OP	1.269.040.000
7o.	Aços Villares PP	1.246.253.000
8o.	Cesp PP	989.826.000
9o.	Mecânica Pesada PP	936.421.000
10o.	Banespa PP	794.396.000

FONTE: Relatório anual BOVESPA, 1982, São Paulo, SP

(10) idem, ibidem

O crescimento quase ininterrupto das cotações e da liquidez caracterizou o mercado de ações de 1983-Abril 1986. Interrompida esta tendência no 2o. trimestre de 1986, inicia-se uma fase de declínio acentuado dos preços e do volume geral de negócios com ações que encontra o seu momento mais dramático no primeiro trimestre de 1987.

Uma relativa recuperação dos preços e dos negócios foi experimentada a partir do mês de junho sem, no entanto, descaracterizar o ano de 1987 como um momento de forte retração do mercado de ações no País.

Em 1986 as negociações em Bolsa reduziram-se drasticamente, ocorrendo uma diminuição real dos volumes negociados, da ordem de 69% (11). Em 1987 os negócios na BOVESPA retraíram-se, estimando-se um volume nominal de transações de cerca de 2,3% inferior ao negociado em 1986, o que representa uma queda de 70% em termos reais.(12)

No 1o. semestre de 1988 as cotações das ações começaram a desenhar uma tendência firme de alta, revertendo o quadro de pessimismo que havia se instaurado no ano anterior. A valorização dos títulos foi superior à inflação, permitindo um ganho real de 110,5%.

(11) Trata-se das Bolsas de Valores do Brasil e não somente da BOVESPA.

(12) Boletim do Bacen, 1987 p.23

76

É importante lembrar que o valor da dívida externa brasileira, em 1987, a nível nunca visto, aumentou a 100% e pertenceu quase exclusivamente. Nesse ano, foi aprovada uma revisão das condições, privilegiando a negociação da dívida do começo do ano de 1988, quando o governo lançou o projeto de conversão da dívida externa em investimentos, renovando as principais restrições da versão anterior, tornando-o prontamente executável.

A expectativa de ingresso de recursos externos, como veremos no capítulo II, que seriam canalizados para os fundos de conversão estimulou os investidores que, até poucos, retornaram ao mercado.

Pode-se constatar que o valor de mercado das empresas com ações cotadas na Bolsa, depois de chegar a US\$ 47,5 bil em dezembro de 1986, caiu para US\$ 16,8 bil em 1987. Durante o ano de 1988, porém, esse indicador recuperou-se para US\$ 19 bil.

Em junho de 1989, o mercado de ações do Brasil foi afetado por uma crise, deflagrada pela ação especulativa de um grande especulador do mercado, que concentrava posições de compra nos mercados, a vista, de opções e futuros de índice.

As compras do especulador eram financiadas por bancos, que antecipavam ao investidor o valor da venda de suas ações, que normalmente seriam liquidadas cinco dias úteis após a operação. Através desse processo, intensificaram-se os negócios nas mãos de um pequeno grupo de investidores, concentrados em poucas ações e com isso tornando o mercado como um todo vulnerável a manobras e à criação de condições artificiais de demanda.

Em consequência desse quadro, verificaram-se inadimplências, que terminariam na liquidação extrajudicial de algumas corretoras e distribuidoras de valores que não tiveram condições de saldar o débito de seu principal cliente. Em decorrência, o volume negociado nas Bolsas foi substancialmente reduzido em 1989.(13)

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A década de 60 foi marcada principalmente por uma reestruturação do sistema financeiro. O mercado acionário se desenvolveu graças ao fornecimento de incentivos fiscais às companhias de capital aberto. Os fundos fiscais criados pelo DL-157 de 10/02/67 tiveram a missão de desenvolver o mercado de capitais, transformando-o em mecanismo eficiente de alocação de recursos líquidos e capitalização das empresas privadas nacionais. A partir da criação desses fundos, o número de empresas que se registraram como capital aberto

(13) BOVESPA, 100 anos de Bolsa, IBMEC, SP, 1989, p.89-91

aumentou acentuadamente. Houve uma resposta do mercado bursátil, tanto a nível de oferta de títulos como de demanda, aos incentivos fiscais efetuados pelo governo.

A década de setenta foi caracterizada por uma evolução totalmente irregular da emissão de ação. Em meados de 1971, houve um grande crescimento da demanda para títulos e posterior crescimento da emissão de ações, denominado de "Boom da Bolsa" culminando num desaquecimento do mercado de ações. A partir daí, houve uma grande depressão nas Bolsas brasileiras, a qual se estendeu até 1976.

Entre 1977 e 1979 o mercado de ações apresentou um desempenho satisfatório graças à reformulação da "Lei de Mercado de Capitais" no final de 1976.

O início da década de oitenta foi marcado por uma crise que afetou a economia do País como um todo e não deixou de se refletir profundamente no mercado financeiro. O recrudesimento da inflação desestimulou os investidores a aplicarem no mercado acionário, já que o "open market" e o dólar paralelo ganharam da inflação, apresentando menores riscos.

Além disso houve grande dificuldade de colocação das ações no mercado; o lançamento das mesmas se fez a preços inferiores à cotação no mercado, resultando para a empresa num custo elevado para a abertura de seu capital.

Após os planos "Cruzado" e "Selvagem" (1964 e 1967) respectivamente, o mercado acionário apresentou uma curta recessão no fluxo de novas emissões, só volta a se recuperar em 1968. Mas no ano de 1969 o mercado acionário acabou por atravessar uma das mais graves crises de sua história, detonada a partir da inadimplência registrada no mês de Junho que envolveu grande número de instituições e investidores.

A partir desses dados preliminares, podemos observar que o mercado acionário brasileiro não se traduziu na opção das empresas para viabilizar seu crescimento. Além disso, constata-se que os lucros retidos por uma empresa não são suficientes para garantir a sua expansão. (14) (15) (16)

Por decorrência, podemos concluir que as empresas brasileiras optaram pelo endividamento para viabilizar o seu processo de expansão.

No capítulo II do presente trabalho, trataremos da caracterização do processo de endividamento nas empresas brasileiras e das políticas macroeconômicas que propiciaram tal processo.

(14) Como poder-se-á constatar no capítulo II desta monografia.

(15) A intensidade da acumulação de capital é limitada pela massa inicial de capitais próprios.

(16) "Entrepreneurial Capital and Investment" em Theory of Economic Dynamics Modern Reader, 2o. edição, 1965, traduzido no volume Keynes/Kalecki da Coleção Os Pensadores, Abril Cultural, 1978, p.127-130.

CAPÍTULO II

ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS PRIVADAS NACIONAIS

1.1. CARACTERIZAÇÃO DO PROCESSO DE ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS
PRIVADAS NACIONAIS

1.1.1 Período compreendido entre 1964-1977

O processo de expansão de uma empresa depara-se com um conjunto de restrições decorrentes da limitada capacidade de financiamento dos ativos necessários às atividades da empresa (1).

Esta expansão é, por um lado, financiada internamente através dos lucros brutos retidos, aos quais podem ser acrescidos os capitais incorporados através da subscrição de ações por parte dos acionistas originais da empresa; por outro lado, ela é financiada externamente através do capital de terceiros mobilizado pela empresa, seja na forma de empréstimos, seja através da emissão de ações para novos acionistas. O auto-financiamento depende do poder de geração e retenção de lucros, que é por sua vez determinado pelo volume dos investimentos anteriores, pela margem bruta de lucros auferidos pelas empresas sobre seus custos diretos e

(1) Na tentativa de acelerar seu processo de crescimento, a empresa também encontra limitações na concorrência apresentada pelas demais empresas no mercado, ramo ou conjunto de atividades e em restrições quanto à rapidez com que a nova capacidade produtiva pode ser acrescida à existente. Porém, para a nossa análise, as restrições financeiras ao crescimento se sobressaem.

pela distribuição do excedente gerado a diversas categorias de despesas indiretas, portanto é limitado.

O financiamento externo é determinado pelo volume de capital próprio da empresa, que impõe um limite ao montante de capitais de empréstimo que podem ser formados por um dado grau de risco e pela taxa esperada de lucro, que é base para o pagamento do custo do financiamento.

Os limites à capacidade de uma empresa mobilizar capitais através da emissão de ações a novos acionistas caracterizam - tal como no caso do endividamento - o princípio do "risco crescente" (2). O ^{em de} principal aspecto que caracteriza o limite às emissões de novas ações, particularmente no caso do Brasil, refere-se à necessidade de manutenção do controle da empresa.

A expansão de uma empresa, segundo as características explicitadas acima, portanto, implica na necessidade de financiamento externo. A concorrência intercapitalista inculca a empresa a expandir-se acima da sua capacidade de autofinanciamento recorrendo, portanto, às fontes de financiamento externo.

A partir desta constatação, apresentar-se-á algumas

(2) ver em "Entrepreneurial Capital and Investment" em Theory of Economic Dynamics Modern Reader, 2a. edição, 1965, traduzido no volume Keynes /Kalecki da coleção os Pensadores, Abril Cultural, 1978

características do financiamento da expansão das empresas nacionais no período de 1969 à 1989.(3)

O detalhamento do financiamento da expansão das empresas no período 1969/75 basear-se-á na obra de Andrea Sandro Calabi (e outros).(4)

O período 1969/1975 é analisado por uma amostra de 10.432 empresas que apresentaram informações corretas, em todos os anos entre 1969 e 1975, de acordo com o Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) coletado pelo Sistema de Informações Econômico-Fiscais da Secretaria da Receita Federal. As informações relativas às maiores empresas, definidas a partir de uma determinada faixa de receita operacional, são reunidas nos arquivos CADEC - cadastro Especial de Contribuintes de 1976, que contém os demonstrativos financeiros para as maiores 15.000 empresas que entregaram declaração no Brasil nesses anos.

Passamos a uma breve caracterização interna do CADEC - 76, ao longo das classificações por setor de atividades, tamanho, origem do controle acionário e natureza jurídica.

(3) O período de 1964 à 1969 não será detalhado, pois trata-se de um período onde as empresas nacionais eram basicamente familiares - a necessidade de financiamento à expansão das empresas era sanada, na sua maioria, através de capital próprio ou colocação de ações no mercado bursátil.

(4) CALABI, A. Sandro; Reiss, G. Dinu e Levy, P. Mansur, Geração de Poupanças e Estrutura de Capital das empresas no Brasil, Comissão de valores mobiliários e fundação do instituto de pesquisas econômicas, relatório final, São Paulo, SP, 1979.

As tabelas I a IV apresentam o número de empresas da amostra e as porcentagens da receita operacional, ativo total e do patrimônio líquido de cada uma delas.

Poderemos perceber que mais da metade (55,2%) das empresas do CADEN-76 pertencem à Indústria de Transformação: quase 30% são empresas dedicadas ao comércio atacadista e varejista e as outras são de utilidade pública, transportes, construção, , serviços, etc., como indicado na Tabela II. Dentro da indústria de transformação, têm maior peso ao nível de dois dígitos as empresas das indústrias metalúrgica, química, de alimentos, mecânica têxtil e material de transporte.

O endividamento das empresas que será estudado adiante, pode ser notado na Tabela I: quanto mais baixa for a razão das porcentagens patrimônio líquido/ativo total, maior é o grau de endividamento médio da amostra e quando for maior a relação capital de terceiros/passivo total, maior é o grau de endividamento da amostra.

TABELA I
DESCRIÇÃO DAS EMPRESAS DO CADEC 1976 POR SETOR DE ATIVIDADE

	Número de Empresas		Rec.Op.	Ativo	Patr.L.	PI/AI
	No.	%	%	%	%	%
00. Prods. Minerais	54	0.52	0.39	0.56	0.61	1.00
Inss. Transformação	5.550	53.20	67.41	53.65	50.32	0.93
10. Minerais não metal.	219	2.09	2.17	2.41	2.96	1.22
11. Metalúrgica	862	7.69	11.20	11.84	11.61	0.99
12. Mecânica	306	3.81	3.33	4.65	3.88	0.83
13. Matl. Eletr. e Com.	274	2.63	3.59	3.17	2.84	0.69
14. Matl. de Transporte	274	2.63	3.30	4.43	3.63	0.81
15. Madeira	181	1.74	0.92	1.68	1.93	1.14
16. Mobiliário	132	1.27	0.59	0.41	0.36	0.87
17. Papel e Papelão	165	1.58	1.60	1.66	1.69	1.01
18. Borracha	58	0.56	1.32	0.82	1.05	1.28
19. Couros e Peles	54	0.52	0.29	0.21	0.20	0.95
20. Química	447	4.28	12.94	6.72	6.20	0.92
21. Prods. Farm. e Vet.	97	0.93	0.96	0.71	0.79	1.11
22. Perfumaria	44	0.42	0.87	0.42	0.42	1.00
23. Plástico	75	0.72	0.41	0.29	0.31	1.06
24. Têxtil	519	4.98	3.76	3.81	3.32	0.87
25. Vestuário e Calç.	211	2.02	1.33	0.96	0.87	0.96
26. Alimentos	879	8.43	10.04	5.69	4.90	0.86
27. Bebidas	265	1.97	2.10	2.04	1.92	0.94
28. Fumo	20	0.19	0.38	0.19	0.22	1.13
29. Editorial e Gráfica	101	0.97	0.82	0.63	0.54	0.85
30. Diversas	187	1.79	1.29	0.93	0.88	0.94
31. Util. Pública	54	0.52	2.66	16.53	19.96	1.20
32. Construção	583	5.59	3.13	7.21	4.77	0.66
40. Agric. e Cr. Animal	80	0.77	0.32	0.47	0.51	1.08
50. Transportes	388	3.72	3.43	7.89	9.75	1.27
51. Comunicações	51	0.49	1.42	5.20	6.89	1.32
52. Alojamento e Alim.	43	0.41	0.18	0.16	0.23	1.43
53. Repar., Manut. Cons.	6	0.06	0.02	0.01	0.01	1.00
54. Pessoais	73	0.70	0.28	0.21	0.21	1.00
55. Comerciais	313	3.00	1.65	1.39	1.39	1.00
56. Diversões	10	0.10	0.03	0.02	0.02	1.00
60. Com. Atacadista	1.130	10.83	6.19	1.96	1.33	0.67
61. Com. Varejista	1.921	18.41	9.28	3.80	3.18	0.83
63. Com., Incorp. e Lot.	46	0.44	0.21	0.70	0.31	0.44
69. Atividades não class.	23	0.22	0.13	0.39	0.30	1.90
70. Cooperativas	102	0.98	1.20	0.56	0.19	0.33
80. Funds., Ent. e Assoc.	5	0.05	0.09	0.04	0.02	0.50
Total	10.432	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

FONTE: CADEC/76. Tabulações FIPE

Através da tabela II pode-se verificar as suas respectivas receitas operacionais. As 1602 empresas das 4 maiores classes geram 2/3 das receitas totais do CADEC, e detêm cerca de 3/4 do total dos ativos e dos capitais próprios. As 226 maiores empresas, nas classes V e VI, têm sob seu controle metade do capital total da amostra.

TABELA II
DESCRIÇÃO DAS EMPRESAS DO CADEC - 1976
POR CLASSES DE TAMANHO

CLASSE DE TAMANHO	No. DE EMPRESAS		REC. OPER.	ATIVO TOT.	PATR. LÍQ.
	No.	%	%	%	%
CLASSE I	7.195	68.97	20.82	15.72	14.53
CLASSE II	1.635	15.67	12.54	9.98	8.65
CLASSE III	876	8.40	13.26	12.52	10.63
CLASSE IV	490	4.70	16.71	14.20	12.37
CLASSE V	148	1.42	11.41	12.17	10.92
CLASSE VI	88	0.84	25.26	35.40	42.69
TOTAL	10.432	100.00	100.00	100.00	100.00

FONTE: Calabi, Reiss e Levy, op. cit, p. 35

OBS: As empresas foram classificadas em 6 classes de tamanho segundo a sua receita operacional do CADEC de 1976 (ano-base 1975) e cujos limites estão especificados abaixo:

CLASSIFICAÇÃO POR CLASSE DE TENDIMENTO

(base de 1974)

(R\$ 1.000,00)

Classe I	10 <= 47.250
Classe II	47.250 < 94.500
Classe III	94.500 < 189.000
Classe IV	189.000 < 378.000
Classe V	378.000 < 756.000
Classe VI	756.000 < 1.512.000

De acordo com a natureza dos acionistas majoritários, as grandes empresas se distribuíam em 1975 conforme mostrado na tabela III. A grande maioria das empresas está sob controle acionário nacional privado. No entanto as empresas de capital estrangeiro, que não atingem 1% das nacionais privadas, têm receitas e capitais que representam 40% dos valores das nacionais privadas. O capital estatal tem uma baixa de participação nas receitas totais no lado de elevadas fatias dos ativos totais e do patrimônio líquido do conjunto.

TABELA III

DESCRIÇÃO DAS EMPRESAS DO CADEC - 1976
 POR ORIGEM DO CONTROLE ACIONÁRIO

ORIGEM DO CAPITAL	No. DE EMPR.		REC.OPER.		ATIVO TOTAL PATR.LÍQ	
	No.	%	%	%	%	%
100. Capital Nac.	9.010	86.37	58.45	44.10	37.29	
200. Capital Estr.	818	7.84	24.74	18.02	17.40	
300. Capital Estatal	136	1.30	8.09	30.82	39.33	
400. Não identific.	468	4.49	8.72	7.36	6.98	
<u>TOTAL</u>	10.432	100.00	100.00	100.00	100.00	

Fonte dos dados brutos: MF/SRF/CIEF. (CADEC-76). Tabulações FJPE

A tabela IV divide as grandes empresas do CADEC de acordo com a forma jurídica de sua constituição. A maioria são sociedades anônimas de capital fechado. As SAs de capital aberto, poucas em número, têm um tamanho médio quase 4 vezes superiores ao da média. As limitadas somam 20% da receita.

TABELA IV
 DESCRIÇÃO DAS EMPRESAS DO CADEC - 1977
 POR NATUREZA JURÍDICA

NATUREZA	No. DE EMPR.		REC. OPER.		ATIVO TOTAL	PATR. LÍQ.
JURÍDICA	No.	%	%	%	%	%
100. Sociedade Anon.	3.329	53.00	71.87	65.39	68.41	
11. Capital Fechado	5.136	49.18	37.36	46.18	41.67	
12. Capital Aberto	399	3.82	14.57	19.72	21.76	
20. Sociedade Ltda	4.637	44.45	26.57	16.78	9.38	
30. Empr. Estatais	119	1.14	5.46	22.29	26.74	
40. Outras	147	1.41	2.16	1.64	0.44	
TOTAL	16.432	100.00	100.00	100.00	100.00	

Fonte dos dados brutos: RE/SZF/DIEF. (CADEC-76). Tabulação: DPF

Analisar-se-á a seguir, a estrutura do endividamento das empresas da amostra através da estrutura de seus capitais.

O Passivo total é composto pelo patrimônio líquido das empresas (capitais próprios de seus acionistas) e pelos capitais de terceiros. Estes são formados por empréstimos bancários: os financiamentos e os descontos de duplicatas -, e pelos financiamentos de fornecedores (obrigações fiscais, folha de salários devida, etc). Como já foi mencionado, é a intensidade do processo da expansão que dita as necessidades de financiamento e em consequência a estrutura do endividamento. Isto indica a necessidade de se estudarem as variações no endividamento ao longo do tempo, como reflexo dos investimentos em ativos operacionais.

Apresenta-se
Far-se-á uma classificação da estrutura do endividamento das empresas por setor, tamanho, nacionalidade e estrutura jurídica, através da estrutura do seu passivo, quanto maior a relação capital de terceiros/patrimônio líquido, maior o grau de endividamento da empresa.

Segundo a tabela V, as grandes empresas utilizam relativamente mais capitais de terceiros do que próprios. Na indústria de transformação como um todo, a relação capital de terceiros/patrimônio líquido é de 1.41 contra 1.26, para o total do CADEC. Dentro da indústria, os setores mais endividados apresentam em geral uma forte dependência de capitais bancários via financiamentos e descontos de duplicatas, tal como salientado nas indústrias de material de transporte e editorial e gráfica às quais se contrapõem as indústrias da borracha e do fumo, relativamente pouco endividadas.

A decomposição do passivo por tamanho, mostra um endividamento crescente para as 3 classes menores e decrescente para as demais como pode ser visto na tabela VI.

Por outro lado, as empresas menores tendem a lançar mão em maior grau de descontos de duplicatas enquanto que as maiores utilizam mais financiamentos bancários, sugerindo a existência de "barreiras" ao acesso a crédito para esse segmento de empresas.

(EM %)

SETOR DE ATIVIDADES	PATR LIQUIDO TOT DO PASS	CAP DE TERC TOT PASS	TOTAL	CAPITAIS DE TERCEIROS					
				FORNEC	DESCONTO DUPLICATA	FINANC	EMPREST DE SOCIOS	OUTROS	TOTAL
00. Produtos Minerais	46,4	53,6	100,0	10,9	2,4	70,8	1,1	14,2	100,0
Industria de Transformacao	41,5	58,5	100,0	20,4	7,6	48,9	0,7	22,4	100,0
10. Minerais nao Metalicos	50,3	49,7	100,0	10,9	7,4	54,6	1,1	26,0	100,0
11. Metalurgia	43,4	56,6	100,0	13,5	8,7	46,4	0,9	30,5	100,0
12. Mecanica	37,0	63,0	100,0	21,9	8,8	37,2	0,7	31,4	100,0
13. Mat. Eletrico e de Comunic	39,7	60,3	100,0	22,2	6,9	40,0	0,2	30,7	100,0
14. Material de Transporte	36,2	63,8	100,0	17,4	3,9	49,6	0,1	29,0	100,0
15. Madeira	51,0	49,0	100,0	9,6	5,4	60,5	0,8	23,7	100,0
16. Mobiliario	38,5	61,5	100,0	27,3	13,2	36,8	0,3	22,4	100,0
17. Papel e Papelao	44,6	55,4	100,0	20,0	7,9	50,6	0,4	21,1	100,0
18. Borracha	56,1	43,9	100,0	31,0	5,7	32,5	0,0	30,3	100,0
19. Couros e Peles	42,7	57,3	100,0	19,9	14,5	51,5	1,1	13,0	100,0
20. Quimica	40,9	59,1	100,0	45,4	6,0	44,1	1,1	0,4	100,0
21. Farmac. e veterinarios	49,8	50,2	100,0	31,8	4,8	41,5	1,3	20,4	100,0
22. Perfumaria	43,9	56,1	100,0	26,5	5,8	34,6	1,2	31,9	100,0
23. Plastico	47,0	53,0	100,0	26,5	13,5	34,5	0,3	25,2	100,0
24. Textil	38,6	61,4	100,0	21,2	14,8	48,6	1,0	14,4	100,0
25. Vestuario e Calcados	42,9	57,1	100,0	29,9	12,9	38,6	0,3	18,3	100,0
26. Alimentos	38,1	61,9	100,0	22,6	6,1	52,4	0,5	18,4	100,0
27. Bebidas	41,6	58,4	100,0	16,7	2,9	49,1	0,5	30,8	100,0
28. Fumo	51,0	49,0	100,0	9,0	1,1	44,5	0,7	44,7	100,0
29. Editorial Grafico	38,0	62,0	100,0	13,1	4,4	56,1	0,1	26,3	100,0
30. Inds. Diversos	41,9	58,1	100,0	19,9	9,1	48,6	0,8	21,6	100,0
31. Utilidade Publica	53,5	46,5	100,0	2,3	0,1	68,6	0,5	28,5	100,0
32. Construcão	29,3	70,7	100,0	7,0	0,9	38,6	0,1	53,1	100,0
40. Agric. e Criacao Animal	48,2	51,8	100,0	11,5	2,5	42,5	0,2	43,3	100,0
50. Transportes	60,8	39,2	100,0	7,8	0,8	70,0	0,2	21,2	100,0
51. Comunicacoes	58,6	41,4	100,0	4,4	0,2	60,8	0,0	34,6	100,0
52. Aloj. e Alimentacao	63,0	37,0	100,0	12,2	0,4	53,1	0,9	33,4	100,0
53. Repar. Manut. Con.	36,7	63,3	100,0	36,0	7,1	34,4	0,0	22,5	100,0
54. Pessoais	44,9	55,1	100,0	13,7	0,9	34,7	0,2	50,5	100,0
55. Comerciais	44,3	55,7	100,0	10,3	2,2	39,2	0,3	48,0	100,0
56. Diversoes	48,4	51,6	100,0	21,1	1,5	18,2	0,4	58,8	100,0
60. Atacadista	30,0	70,0	100,0	39,7	6,3	33,1	5,4	15,5	100,0
61. Varejista	37,1	62,9	100,0	36,0	4,9	24,5	0,3	34,3	100,0
63. Com. Incorp. Lot.	19,5	80,5	100,0	7,2	0,2	36,6	0,4	55,6	100,0
69. Atividade nao Clas.	33,7	66,3	100,0	4,3	0,4	57,3	0,1	7,9	100,0
70. Cooperativas	14,3	85,7	100,0	10,6	2,5	67,1	0,2	19,6	100,0
80. Fund, Ent, Assoc.	21,2	78,8	100,0	29,5	2,6	24,4	0,2	43,3	100,0
TOTAL	44,3	55,7	100,0	16,0	4,9	59,9	0,7	27,5	100,0

Fonte dos dados brutos: MP/SKF/CIEP (CADEC-76) Tabulacao FIPE

TABELA VI

ESTRUTURA DO PASSIVO POR CLASSES DE TAMANHO - MARÇO 1976

(EM %)

CLASSES DE TAM. SEG. A	PATR.LIq.	CAP.DE	TOTAL	CAPITAIS DE TERCEIROS					TOTAL
	SOBRE	TERC.		FORM.	DESL.	FINANC.	AMP.	OUTROS	
RECEITA	TOT. DO	S/ TOT.							
	PASSIVO	DO PAS.		DIV.			SOCIOS		
CLASSE I	46.9	55.1	100.0	22.1	7.3	46.1	0.7	23.6	100.0
II	38.4	61.6	100.0	18.9	7.0	43.2	1.9	29.2	100.0
III	37.6	62.4	100.0	16.2	5.4	39.7	0.6	28.6	100.0
IV	37.2	60.8	100.0	16.4	5.2	43.0	0.0	28.6	100.0
V	37.7	65.3	100.0	13.2	3.8	35.4	0.3	31.4	100.0
VI	38.4	46.6	100.0	12.5	1.9	39.0	0.1	21.2	100.0
TOTAL	44.3	55.7	100.0	16.8	4.9	40.7	0.7	27.5	100.0

Fonte dos Dados Brutos: MZ/SRP/CIEF (CADE-76) - Tabulações FINE

Na tabela VII é registrado o endividamento e a estrutura de capital por origem do controle acionário. As empresas nacionais privadas utilizam mais intensamente

Na tabela VIII (Estrutura da dívida jurídica das empresas por natureza jurídica) pode-se perceber que a maioria das B/A's de mercadorias e capitais de giro, em termos de relação às sociedades limitadas (47,4% e 41,7% respectivamente), por causa de sua especialização de capitalização no mercado mobiliário.

TABELA VIII

ESTRUTURA DO PASSIVO POR NATUREZA JURÍDICA DAS EMPRESAS -
 CADEC 1976
 (EM %)

	PATR.LIQ.	CAP.DE	TOTAL	CAPITAIS DE TERCEIROS						
NATUREZA	S/TOT.	TEC.		-----						
JURÍDICA	%	S/TOT		FORM.	GOV.	FINANC.	RESER.	OUTROS	TOTAL	
	PASSIVO	DO PAS.		S/C.1ER	S/C.2.	S/C.3.	S/C.4.	S/C.5.		
10 Soc.Anon.	42.5	37.4	100.0	17.2	3.5	79.7	0.	100.0	100.0	
11 Cap.Fech.	39.9	60.1	100.0	15.6	6.1	67.4	6.7	27.2	100.0	
12 Cap.Abert.	48.9	51.1	100.0	15.5	4.7	56.1	6.0	21.8	100.0	
20 Soc. Ltda.	35.3	61.3	100.0	28.2	7.0	33.2	0.6	29.0	100.0	
30 Empr. Estat.	53.1	46.9	100.0	3.9	0.9	64.3	0.7	20.7	100.0	
40 Outros	18.6	81.4	100.0	15.4	3.3	61.7	0.1	19.5	100.0	
TOTAL	44.3	55.7	100.0	16.0	4.9	56.9	0.7	27.0	100.0	

Fonte dos Dados Brutos: MF/SRF/CIEF (CADEC-76) - tabulações FINE

A compreensão da estrutura do endividamento - e dos financiamentos bancários em particular - deve ser associada à análise da expansão das empresas, que é o objetivo a ser examinado.

Segundo Calabi, Reiss e Levy (5) através da relação taxa de lucro/ativos e taxa de lucros/patrimônio líquido pode-se extrair a medida com que o endividamento financia operações ativas das empresas. Sua diferença indica a alavancagem financeira dos empréstimos bancários.

Para o total das empresas consideradas, a alavancagem (6) em 1975 foi positiva, ou seja, o uso de capitais de terceiros impôs custos inferiores à rentabilidade obtida a partir de seu uso: a diferença entre a taxa de lucros/ativos e a taxa de lucros/patrimônio líquido foi positiva.

Explicitando:

Para a maioria dos setores industriais em 1975 a alavancagem foi positiva, justificando o endividamento incorrido e qualificando em consequência o papel dos empréstimos no financiamento dos investimentos industriais como pode-se verificar na tabela IX.

(5) Ver a respeito CALABI, A. Sandro; Reiss, G. Dinu e Levy, P. Mansur, Gerarção de poupanças e estrutura de capital das empresas no Brasil, CMV e FIPE, relatório final, São Paulo, SP, 1979, p. 61-67

(*) a alavancagem será definida oportunamente

TABELA IX
ALAVANCAGEM FINANCEIRA PARA ALGUNS SETORES DA INDÚSTRIA DE
TRANSFORMAÇÃO EM 1975
(EM %)

SETOR	ALAVANCAGEM (%)
Borracha	9.3
Mecânica	8.8
Mobiliário	8.7
Plásticos	8.3
Vestuário e Calçados	6.4
Mat. transp.	5.3
Alimentos	4.5
Bebidas	4.4
Perfumaria	4.4
Metalurgia	3.2
Elétrica	2.2
Química	1.4
Couro e peles	-0.1
Madeira	-0.5
Papel	-1.6
Têxtil	-1.7
Fumo	-3.6
INDÚSTRIA TOTAL	3.0

FONTE: CALABI, A. Sandro; Reiss G. Dinu e Levy P. Mansur,
Geração de poupanças e estruturas de capital das empresas no
Brasil, CVM e FIPE, relatório final, São Paulo, SP, 1979,
p.69

Por classes de tamanho, a alavancagem reflete uma margem maior entre rentabilidade e custo de empréstimos das empresas das classes I e II (empresas cujas receitas operacionais são menores) como pode ser visto na tabela X.

TABELA X
ALAVANCAGEM FINANCEIRA PARA CLASSES DE TAMANHO EM 1975
(EM %)

CLASSES DE TAMANHO	ALAVANCAGEM
I	5.4
II	6.0
III	0.0
IV	3.0
V	3.8
VI	1.4
Total	26

FONTE: CALABI, A. Sandro; Reiss G. Dinu e Levy P. Mansur, Geração de poupança e estrutura de capital das empresas do Brasil, CVM e FIPE, relatório final, São Paulo, SP, 1979, p.

Para atingir de maneira verdadeiramente o menor custo para as empresas estrangeiras, que atuam no Brasil, várias atividades foram desenvolvidas. Finanças das empresas estrangeiras (junto logo ao exterior, "Foreign Office") para obter empréstimos e reduções de impostos. Finanças das empresas estrangeiras empréstimo bancário que encobrem uma baixa alavancagem, com a elevada intensidade de capital. Finanças das empresas estrangeiras sobre os capitais próprios (ver tabela XI).

TABELA XI

ALAVANCAGEM FINANCEIRA PELA ORIGEM DO CAPITAL, 1º 1978
(EM %)

CONTROLE AÇIONÁRIO	ALAVANCAGEM (%)
NACIONAIS	5.9
ESTRANGEIRAS	3.1
ESTATAIS	0.2
NÃO IDENTIFICADAS	0.7
TOTAL	2.6

FONTE: CALABI, A. Sandro; Reiss G. Dinu e Levy P. Mansur, Geração de riqueza e estrutura de capital das empresas no Brasil, CVM e FINE, relatório final, São Paulo, SP, 1979, p.

De acordo com a tabela XII (Alavancagem financeira por natureza jurídica) , destacam-se as sociedades anônimas de capital fechado. As S/As de capital fechado possuem uma maior alavancagem financeira pois a sua alta rentabilidade e baixa composição de empréstimos nos capitais de terceiros, compensam o custo de lançamento de suas ações no mercado bursátil. As S/As fechadas não podem ultrapassar determinadas cotas no lançamento de ações, enquanto as S/As de capital aberto não possuem limites, a priori, na subscrição de ações. As S/As de capital aberto incorrem em altos custos no lançamento e manutenção de suas ações no mercado bursátil, (como foi visto no capítulo I) obtendo portanto, baixa alavancagem financeira.

TABELA XII
ALAVANCAGEM FINANCEIRA POR NATUREZA JURÍDICA EM 1978
(EM %)

NATUREZA JURÍDICA	ALAVANCAGEM
S/A	2.9
S/A Cap. Fechado	3.7
S/A Cap. Aberto	1.7
Ltda	9.6
Estatais	0.1
Outras	10.8
TOTAL	2.6

FONTE: CALABI, A. Sandro; Reiss G. Dinu e Levy P. Mansur, Geração de poupança e estrutura de capital das empresas no Brasil, CVM e FIPE, relatório final, São Paulo, SP, 1979, p. 71.

Pode-se concluir que é maior a alavancagem financeira das empresas Ltdas, S/As fechadas, das nacionais, e das pequenas, mostrando sua maior rentabilidade e delimitando o segmento de empresas cuja expansão esbarraria nos limites impostos ao processo de crescimento pela ausência de fundos destinados a financiar seus investimentos em ativos.

Para estudar o processo de expansão, as empresas e seu financiamento entre 1969/1975 Salati, Reil, e Lima analisam a intensidade do crescimento ocorrido no período, a origem dos capitais próprios e de terceiros que financiam a expansão e a estrutura da rentabilidade das empresas.

Como a expansão (de vendas, ativos ou capitais próprios) deve se referir a um conjunto comparável de empresas, os autores se referem a uma intersecção dos CAGEDOS dos exercícios fiscais de 1970 a 1975 e do CAGEDO do exercício de 1976 resultando uma amostra de 5.285 valores empresas do Brasil.

No período de dezembro de 1969 a dezembro de 1975 o conjunto das 5285 empresas da amostra apresentou um crescimento real das vendas de 111,7% e o de ativos totais foi de 126,1% para a média da amostra, o que indica que a intensidade da expansão mais do que duplicou o estoque de capital e as vendas nesses 6 anos.

A diversidade setorial das taxas de crescimento é patente e mostra para os principais setores o ritmo mais intenso de crescimento das indústrias metalúrgica, mecânica, material elétrico, material de transporte e química, e um ritmo relativamente menor para a indústria têxtil e de alimentos.

Por classes de tamanho, o crescimento dos ativos totais concentra-se nas classes intermediárias e por origem do

capital, o crescimento das estatais e, em menor medida, das investimentos das nacionais privadas. Por fim, em termos de natureza jurídica, é maior o crescimento das S/A's de capital fechado, vindo a seguir as S/A's de capital fechado e as LTDA's.

A partir de 1975 há uma mudança no direcionamento dos investimentos das empresas brasileiras. Até 1974 os empréstimos dirigiam-se à necessidade de investimento em capital fixo das empresas.

Em 1975 verifica-se que as empresas dirigem seus investimentos para as necessidades de capital circulante como reflexo da desaceleração do crescimento econômico do país. Isto é, as empresas realizam empréstimos para pagar dívidas contraias anteriormente, na compra de bens intermediários, no pagamento a fornecedores e no financiamento a clientes (como forma de expansão de suas vendas).

Tratar-se-á a seguir do financiamento da expansão das empresas de 1969/1975. Será explicitado como a expansão dos capitais próprios e de terceiros se combinam no financiamento do crescimento dos ativos totais. Para o conjunto, os capitais próprios diminuíram sua participação no passivo total (6) de 52,9% para 44,5%. A contrapartida dessa evolução é a expansão mais acentuada dos capitais de

(6) A estrutura do passivo reflete a composição dos capitais totais das empresas em capitais próprios (patrimônio líquido) e em capitais de terceiros.

terceiros, cuja participação no passivo líquido subiu de 40,1% para 55,5% em 1975.

Fazendo um corte para os setores de bens de capital, industrial, têxtil e que as empresas de bens de capital e transformação apresentem uma tendência de maior elevação do grau de endividamento com o registrado pela participação dos capitais de terceiros no total do passivo líquido, esta participação se eleva de 45,6% para 56,7% em 1975. Os autores constatarem através de pesquisas empíricas que os ramos que crescem a um ritmo mais acelerado coincidem com os ramos que mais elevam seu endividamento no período, o que comprova a incapacidade dos capitais próprios para suprir sozinhos os fundos necessários ao financiamento da expansão dos investimentos em ativos.

O ramo têxtil e de produtos alimentícios crescem menos que a média, quanto a capitais próprios; em decorrência de sua reduzida rentabilidade; o endividamento resultante é elevado, mostrando dependência desses setores dos capitais de terceiros em 1975. As indústrias que mais crescem no período são a de produtos de materiais plásticos e a indústria de mobiliário. Ambas exigem grandes aumentos de capitais de terceiros para financiar a expansão, mas a primeira apresenta um endividamento inferior à segunda em 1975.

Por classes de tamanho, Calabi, Reiss e Levy constatarem que as empresas mais endividadas são as empresas das classes

intermediárias de tamanho, nas quais as empresas nacionais privadas têm maior representatividade.

Por origem de capital, constata-se que as nacionais privadas são as mais endividadas, seguidas das estrangeiras e das estatais.

Por natureza jurídica, percebe-se que enquanto em 1969 a proporção dos capitais de terceiros das Ltidas era muito maior do que das S/As (53,6% e 45,9% respectivamente), essa diferença se reduz em 1975 (56,8% e 56,1%) em função da maior rentabilidade das sociedade limitadas. Entre as S/As, as de capital fechado apresentam um crescimento do passivo total levemente superior ao das S/As de capital aberto. Estas últimas, apesar de serem menos rentáveis que as de capital fechado, registram elevações de capitais próprios percentualmente maiores, indicando a relevância do acesso ao mercado de ações como fonte de financiamento da expansão. Contudo, esse acesso é insuficiente para financiar sua expansão na intensidade em que ocorreu, o que lhe impôs um aumento de utilização de capitais de terceiros que elevou seu endividamento de 39,9% em 1969 para 49,8% em 1975. Por esta medida, portanto, o endividamento das S/As de capital aberto é inferior as das limitadas que é por sua vez menor que o das S/As de capital fechado.

Calabi, Reies e Levy apontam para o grande endividamento bancário das S/As de capital aberto constatando que o ativo não operacional desse tipo empresa é o que mais se expande, particularmente no que se refere a

ações e participações. Adicionalmente, a facilidade de acesso ao mercado secundário, no período, não é suficiente para neutralizar a necessidade de financiamento da empresa quanto à questão, mas também se torna um canal de transferência de recursos destinados aos investimentos em firmas dentro das mesmas coligações.

Tratar-se-á, ~~a seguir~~ de determinar a capacidade de autofinanciamento das empresas no período aqui citado, bem como o financiamento da expansão de uma empresa depende fundamentalmente de sua capacidade de autofinanciamento já que as demais fontes de financiamento guardam uma relação estreita com ela. Para poder avaliar as condições de autofinanciamento de uma empresa deve-se avaliar a taxa de lucro (7) e o seu crescimento).

Pode-se notar que o conjunto das empresas incluídas em 1975 aumentou a massa de seus lucros através de um aumento de vendas que resultou em taxas de lucro mais elevadas e de uma utilização favorável dos capitais de terceiros, através da alavancagem financeira com relação às empresas classificadas para classes de tamanho, constatando-se que as empresas maiores (classes IV, V, VI) tiveram maiores crescimento de receita além de maiores crescimentos nas taxas de lucros sobre ativos totais.

(7) taxa de lucro = $\frac{\text{massa de lucro}}{\text{capital fixo}}$

Para as empresas do classes VI, VII e VIII, a alavancagem em virtude da sua taxa menor de juros, bem como a taxa de lucro, menor alavancagem. A alavancagem mais favorável às empresas das classes II, IV e V.

Com relação às empresas para as quais se verificou que as nacionais de valores tiveram maiores taxas de lucro, seguidas pelas estrangeiras.

Para as sociedades anônimas houve maiores níveis das taxas dos ativos totais bem como das taxas dos capitais próprios do que para as Lt das.

A partir desses dados, inferem-se que o período de 1967 a 1974 representou um período de expansão econômica, onde, pelo menos no início (1967 a 1969) a intensificação da acumulação (ou seja, o aumento das taxas de lucro) refletiu na crescente utilização da capacidade produtiva existente.

No fim de 1967 a capacidade produtiva das empresas se esgotava, o que fez com houvesse um aumento na relação capital fixo/produto. Observa-se que o investimento estava à frente do crescimento das empresas (de 1969 a 1972). O período de 1972 a 1975 foi caracterizado pela reversão das taxas de crescimento da produção, bem como, com certa defasagem, a própria reversão dos investimentos.

Relembrando que no passivo total das empresas são incluídos o capital próprio das empresas, os capitais de empréstimos fornecidos por bancos e uma terceira parcela referente ao conjunto das fontes de financiamento obtidos

através da formalização de um contrato de empréstimo, com juros e salários, podendo constatar-se a dificuldade em obter crédito de lucro dos capitais próprios das empresas e a consequente dependência dos empréstimos para a realização de investimentos, o que reforça a conclusão sobre a rentabilidade das empresas.

A tabela XIII mostra a participação crescente do capital de empréstimos bancários no financiamento da acumulação industrial, correspondente à expansão do envolvimento das empresas industriais junto aos bancos. Esta participação é acompanhada de uma elevação da taxa de lucro dos capitais próprios das empresas.

Conclui-se, portanto, que ao decidir investir além da capacidade de financiar internamente a sua expansão, as empresas industriais aumentaram sua taxa de lucro concomitantemente ao aumento do seu nível de endividamento, alavancando favoravelmente a sua rentabilidade.

TABELA XIII

PARTICIPAÇÃO E TAXAS DE LUCRO DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS E
DAS EMPRESAS FINANCEIRAS EM (%)

ANOS	1969	1972	1975
Particip. dos capit. das empresas financ. e não financeiras no financiamento			
Emp. não financeiras	71.1	66.7	57.2
Emp. financeiras	28.9	33.3	42.8
taxas de lucro do conj. dos capitais das empresas não financeiras e finan- ceiras			
capitais totais de	14.5	14.3	15.0
empr. não financei - ras e financeiras	18.9	18.8	19.9
taxas de lucro dos capitais das empre - sas não financeiras e dos capitais das empresas financeiras			
Empr. não financ.	18.9	20.4	21.2
Empr. financeiras	19.0	15.4	18.5

FONTE: CALABI, A. Sandro; Reiss G. Dinu e Levy P. Mansur,
Geração de poupança e estrutura de capital das empresas no
Brasil, CVM e FIPE, relatório final, São Paulo, SP, 1979, p.

Em 1969, as taxas de lucro das empresas industriais, financeiras e não financeiras eram aproximadamente iguais. Em 1972, enquanto a taxa de lucro do capital total industrial caiu de 18,9% para 16,6%, a taxa de lucro do capital total das empresas financeiras elevou-se de 13,5% para 14,4%. Em 1975, observou-se um pequeno aumento da taxa de lucro do capital total, que passou de 16,6% para 17,9%.

O que se pode inferir da relação de dependência dos investimentos em 1969, 1972 e 1975 respectivamente está explicitado abaixo.

No ano de 1969, a indústria brasileira já se encontrava em plena expansão. O aumento da participação relativa do endividamento com relação aos capitais próprios é notável, mais os investimentos ainda não apresentavam caracteres de maturação, encontrando ainda em período de maturação, diminuindo-se a rentabilidade a curto prazo.

Em 1972, o conjunto dos capitais industriais e financeiros que financiaram os investimentos, visto "à frente" do aumento de receitas, diluindo assim a rentabilidade dos investimentos totais em relação a 1969. A maturação dos investimentos realizados deve ter aumentado consideravelmente em 1972 em relação a 1969.

Portanto, a intensificação da expansão das empresas industriais entre 69-72, requereu uma participação crescente de financiamento externo, aumentando o grau de endividamento. O período de 1972 a 1975 foi uma fase de inflexão nos níveis da produção e do investimento privado,

Apesar disso, a ~~redução~~ da ~~beneficiária~~ do ~~paralelo~~ ~~de~~ ~~redução~~ ~~do~~ nível de investimentos é acompanhada por aumento de empréstimos para pagar os débitos acumulados anteriormente.

Entre 1969 e 1972, o capital pertencente a empresas financeiras cresceu em termos reais 71,9%, enquanto as despesas financeiras cresceram de apenas 35,3%. Entre 1972 e 1975, por outro lado, os capitais de empréstimos expandiram-se em 91,2%, enquanto as despesas financeiras cresceram de 126,6% em termos reais. Essa despesa financeira registra a reversão do ciclo de expansão.

1.1.2 Período compreendido entre 1976-1989

Será feito agora, um corte em relação ao detalhamento do endividamento das empresas no final da década de 70 e nos anos 80. Até agora tinha-se baseado o trabalho no relatório de pesquisa de Calabi, Reiss e Mansur. A partir de 1978 a presente monografia terá como apoio as obras dos seguintes autores: Júlio Sérgio Gomes de Almeida (8), Adroaldo Moura da Silva (9) e F. Nogueira da Costa (10).

O final da década de 70 e a década de 80 foram marcadas por uma grande elevação nas taxas de juros, que foi

(8) Almeida, J. S. Gomes de, Financiamento e desempenho corrente das empresas privadas e estatais, IESB-FUNDAP, relatório de pesquisa 3, São Paulo, Agosto de 1982.

(9) Silva, A. Moura da, Intermediação Financeira no Brasil: Origens, estrutura e problemas, IPE-USP, São Paulo, 1975.

(10) Costa, F. Nogueira da, Sistema Financeiro Ajuste - Desajuste - Reajuste in Análise e Conjuntura, n.3, set/dez 1986

responsável por profundas mudanças e reações ao nível das empresas que tornaram-se cada vez mais encorvidadas.

As tabelas XIV e XV resumem os balanços correntes e patrimoniais de empresas não financeiras. O aumento das despesas financeiras puxado pela elevação das taxas de juros pode implicar num estrangulamento financeiro, se as empresas não forem capazes de compensá-lo com o crescimento das vendas ou das margens brutas de lucro sobre o custo primário (receita operacional/custo direto). A contração da liquidez e do crédito (particularmente do crédito oficial, juntamente com o seu encarecimento) e a própria recessão adotadas pela política econômica de ajustamento, encurtaram a capacidade desta via de compensação (11).

TABELA XIV

BALANÇO PATRIMONIAL

Ativos Reais	
Circulante	Dívida e Outras Obrigações
Fixo	Dívida Bancária
	Dívida Extra-Bancária
Ativos Financeiros	Capital e Reservas (Patrimônio
Títulos e Juros	Líquido)
Investimentos	

FONTE: Almeida, op cit, p. 09

(11) Almeida, J. S. Gomes de, op. cit.

TABELA XV

BALANÇO CORRENTE

(Antes da correção monetária e do Imposto de Renda)

Receita Operacional (líquida de impostos)	Custo Direto (mão-de-obra e obra e matéria-prima) Despesas Operacionais Internas (Vendas, Despesas Administra- tivas etc)
Receitas Não Operacionais	
• Receitas Financeiras	Despesas Financeiras
• Outras Receitas não Operacionais (líqui- do)	Lucro Operacional e Não Opera- cional

FONTE: Almeida, op. cit., p. 09

O estudo ~~a seguir~~, realizado por Júlio Sérgio Gomes de Almeida, toma um conjunto de grandes empresas públicas e privadas de todos os setores da economia no período de 1978 à 1985. O período compreende a grande recessão de 1981-82, o ano de recuperação do crescimento atrelado ao "boom" exportador de 1984, além de 1985, um ano de razoável crescimento, mas com instabilidades financeiras e inflacionárias.

Determinar-se-á o endividamento das empresas nacionais através de mudanças a nível patrimonial e do desempenho da grande empresa, em termos de margens e taxas de lucro, destacando o componente financeiro. O trabalho baseia-se em informação de balanço para que seja possível captar as mudanças patrimoniais e o desempenho das grandes empresas.

A mais notável característica no que se pode constatar no final da década de 70 e na década de 80, quanto à grande empresa pública e privada, é a desarticulação patrimonial e dos padrões de rentabilidade produtiva e financeira que estas experimentaram.

Tomar-se-á um conjunto de 236 grandes empresas - todas elas líderes de mercado.

Em três segmentos básicos, segundo a propriedade do capital repousa a análise de Almeida.

- 1o. empresa Nacional Privada (127 empresas)
- 2o. empresa estrangeira (068 empresas)
- 3o. empresa estatal (041 empresas)

Como se quer tratar dos "limites à abertura do capital privado nacional", destacar-se-á principalmente o primeiro segmento básico, ou seja, as 127 empresas privadas nacionais terão maior ênfase na análise. Como são líderes de mercado, apesar de serem somente 127 empresas, elas constituem uma amostra representativa.

Quanto às informações disponíveis para a análise, estas são as seguintes (12):

- * estrutura patrimonial - ativo e passivo;
- * demonstrativo de resultados

(12) O critério de seleção das empresas encontra-se em Almeida, J. S. Gomes de, op cit, Anexo 1 p. 143-157

- * indicadores de rentabilidade, de margens de lucro, de endividamento, de alavancagem
- * quadro de origem e aplicações de recursos.

Dois movimentos muito marcantes e em sentidos opostos, caracterizaram as mudanças na estrutura ativa da empresa privada. Um relativo ao período 1978-80; o outro, ao quinquênio 1981-85.

Como se pode observar na tabela XVI estrutura do Ativo das empresas privadas nacionais, entre 1978 e 1980 crescem as contas clientes e estoques; decrescem as contas imobilizado.

TABELA XVI
E S T R U T U R A D O A T I V O
EMPRESAS PRIVADAS NACIONAIS

PORCENTUAL

ANOS	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
CIRCULANTE	45,43	45,57	49,95	47,58	46,56	42,76	42,17	41,27
DISPONÍVEL	4,15	4,00	4,21	4,34	4,88	3,93	4,94	4,18
CLIENTES	18,12	19,33	22,32	22,68	22,34	26,19	18,05	18,41
TIT. E VAL. MOBIL.	2,54	2,58	2,67	1,97	2,20	2,97	2,76	4,16
ESTOQUES	13,17	13,15	15,88	13,86	12,05	16,17	9,67	8,67
OUTROS CRÉDITOS	7,42	6,49	4,84	5,10	3,91	5,40	7,33	5,71
REAL. A LONGO PRAZO	4,21	4,47	3,94	4,55	3,91	4,64	3,69	3,55
TIT. E VAL. MOBIL.	0,16	0,18	0,29	0,24	0,28	0,28	0,15	0,22
OUTROS CRÉDITOS	4,05	4,29	3,65	4,30	3,63	3,76	3,53	3,12
PERMANENTE	50,34	49,95	46,09	48,06	49,37	53,24	54,13	55,37
INVESTIMENTOS	11,89	12,01	12,24	13,39	15,37	17,68	19,44	20,73
IMOBILIZADO	35,76	34,66	31,76	32,99	33,98	34,13	33,57	33,66
DIFERIDO	2,68	3,26	2,08	1,67	1,59	1,42	1,11	1,50
TOTAL DO ATIVO	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

NÚMERO DE EMPRESAS: 127

FONTE: Almeida, J. S. Gomes de, op cit, p. 54

O ponto a assinalar, no entanto, é a velocidade com que o crédito a clientes e a formação de estoques reagiram às mudanças quanto às condições da economia brasileira nestes anos. Subiram entre 1978/80, alimentando o "boom" especulativo com mercadorias ocorrido em 1980 mas mudaram o sinal com o início da recessão e a escalada das taxas de juros em 1981. Até 1983, a redução dos créditos a clientes e, principalmente dos estoques foi dramática atingindo níveis muito baixos. Os anos 1984/85, foram anos de recuperação da economia, mas ainda assim os estoques e o crédito primário persistiram em regressão. O Plano de estabilização de 1986 incidiu sobre uma economia que ostentava um dos mais baixos níveis de estocagem de sua história.

Nessa exposição, do lado ativo, há duas características a destacar. A primeira, diz respeito à inserção da grande empresa privada nacional no sistema financeiro, como detentoras de títulos de emissões de instituições financeiras e do Tesouro Nacional. O conjunto de aplicações financeiras a juros das empresas privadas nacionais em 1982, alcançou uma proporção do ativo de cerca de 8,5% (6,5% em 1981), o que foi bastante para gerar receitas expressivas (13).

(13) Ver a respeito TAVARES, Maria da Conceição. O sistema financeiro brasileiro e o Ciclo de expansão recente, in Desenvolvimento Capitalista no Brasil no.2 Beluzzo L. G. e Coutinho (org), Ed. Brasiliense, São Paulo, 1983

A segunda evidência a ser ressaltada, ainda no plano financeiro, diz respeito aos investimentos em coligadas e controladas. Os dados sugerem com muita clareza como este foi uma forma privilegiada de estruturação ativa, sobretudo para a grande empresa privada nacional, apontando para a diversificação das aplicações da grande empresa "para fora" de sua própria operação ativa predominante e concentração de capital.

Vejamos agora a face passiva das transformações patrimoniais da grande empresa privada.

Segundo a tabela XVIII pode-se investigar a estrutura de recursos, segundo o aporte próprio (patrimônio líquido) ou de terceiros (endividamento).

TABELA XVII
E S T R U T U R A D O P A S S I V O
EMPRESAS PRIVADAS NACIONAIS

(em milhões)

ANOS	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
CIRCULANTE	32,24	33,64	37,89	34,68	31,74	28,68	28,29	27,16
FORNECEDORES	8,49	8,37	8,90	8,33	8,14	7,64	7,64	6,44
FINANCIAMENTOS	10,53	11,73	12,07	11,65	8,37	7,82	8,10	8,14
DEBENTURES	-	-	0,03	0,23	1,03	0,67	0,28	0,11
DUPL. DESCONT.	1,87	1,79	1,54	1,62	0,95	0,80	1,05	1,23
OUTRAS CONTAS	11,34	11,54	15,33	12,80	13,18	11,79	11,15	11,24
EXIG. A LONGO PRAZO	20,27	19,41	16,84	17,14	15,81	17,52	13,57	15,47
FINANCIAMENTOS	15,82	14,77	12,00	10,84	8,45	10,37	7,01	10,61
DEBENTURES	0,02	0,07	0,73	1,95	2,68	1,97	2,19	0,64
OUTRAS CONTAS	4,42	4,57	4,10	4,34	4,67	5,17	4,36	4,22
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	47,47	46,93	45,26	48,17	52,44	55,78	58,12	57,31
CAPITAL	19,72	19,43	17,64	15,90	17,02	13,74	11,27	10,60
RES. DE CAPITAL	16,05	16,54	15,54	20,76	22,75	27,09	33,50	31,90
LUCRO	6,00	5,34	5,92	5,30	6,34	6,45	6,04	7,16
RES. DE LUCRO	5,70	5,66	6,14	6,26	6,08	6,59	6,45	7,05
TOTAL DO PASSIVO	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

NUMERO DE EMPRESAS: 127

FONTE: Almeida, J. S. Gomes de, op cit, p. 54

Em 1970 o patrimônio líquido da empresa brasileira nacional se reduziu (na expressão do passivo circulante) atingir níveis muito baixos em 1980 (indicar o quanto do endividamento) para elevar-se em seguida atingindo níveis muito superiores ao início do período (indicando forte contração do endividamento) (ver tabela XVII).

O conceito contábil de financiamento de longo prazo é um conceito limitado segundo Almeida (14), mas este permite formar alguma idéia acerca do comprometimento das empresas com créditos e prazos mais dilatados. Em se tratando de grandes empresas, parcela significativa desses financiamentos foram tomados em moeda estrangeira (15) sendo, por isso, reavaliados segundo a correção cambial e os juros sobre eles acompanham as taxas internacionais.

Os dados sugerem que a partir de 1972 as grandes empresas privadas nacionais iniciam um processo de redução dos novos empréstimos em função de uma diminuição nos gastos em investimento; mas apesar disso havia necessidade destes empréstimos para pagamento da dívida anterior, que se valorizava em função de um aumento da taxa de juros internacional e das maxivalorizações do dólar do final da década. Esses novos empréstimos foram contratados a "curto

(14) São financiamentos a vencer além de um ano, a contar da data do encerramento do exercício corrente.

(15) Ver a respeito no final do presente capítulo.

crash" levou as empresas com acesso ao crédito internacional (16).

Diante da incerteza cara de novos empréstimos, a incertezas face às taxas de juros e maxidesvalorização do dólar, as empresas passaram a resguardar as dívidas através de depósitos no Bauen (17). Através dos dados constata-se que o conjunto das grandes empresas brasileiras, desde a primeira maxidesvalorização do cruzeiro em 1979 (ano em que também se inicia a escalada das taxas de juros internacionais, que viriam a ser acompanhadas das taxas internas e dos sinais de crise do equilíbrio externo do país) tentaram de desativar o aumento do endividamento de longo prazo.

Segundo a tabela XVII, poder-se perceber como ocorreu até 1983 a conta desconto de duplicatas, por razões semelhantes à queda de financiamento além de recuperação nas vendas.

A conta desaturos também passou por algumas modificações. Sua expressão era desprezível até 1981, mas evoluiu consideravelmente a partir daí, alcançando em 1982/83 valores como 3%, retrocedendo depois. O notável crescimento no biênio é nitidamente parte integrante da reestruturação passiva da grande empresa e que foi

(16) Os empréstimos externos estavam ligados à especulação financeira: as empresas recebiam os recursos externos a uma taxa de juros subsidiada e aplicavam no "over night", cuja taxa de juros era maior (diferencial de taxa de juros), realizando lucros não operacionais.

(17) associado à estatização das dívidas, como será visto a seguir, "socialização das perdas".

incentivos pela política econômica para o setor privado após o crédito interno, como veremos mais adiante.

Ao conjunto das fontes de circulação - se possível, as financeiras, descentralizadas, qualificadas, fornecedoras de debêntures, denomina-se "financiamento externo" (18). Ao conjunto das duas primeiras, denomina-se "financiamento bancário".

Os dados do quadro I resumem o endividamento da grande empresa privada. A empresa nacional e a estrangeira procuram desativar rapidamente o endividamento, tanto externo quanto bancário (19).

QUADRO I

FINANCIAMENTO EXTERNO E FINANCIAMENTO BANCÁRIO COMO PROPORÇÃO DO PASSIVO TOTAL.

(em % do total)

ANOS	1976	1977	1978	1981	1982	1983	1984	1985
FINANC. EXTERNO								
NAC. PRIVADA	37,44	37,62	35,85	35,25	29,99	29,56	26,67	27,56
ESTRANGEIRA	39,79	41,63	38,79	37,70	37,35	39,13	36,22	35,58
ESTATAL	41,55	44,56	39,42	39,34	45,36	49,99	49,25	47,61
FINANC. BANCÁRIO								
NAC. PRIVADA	26,76	28,61	26,02	24,53	18,01	19,16	16,46	20,26
ESTRANGEIRA	24,87	28,89	26,38	27,47	26,05	27,51	24,12	21,71
ESTATAL	35,41	35,81	34,18	34,23	46,33	43,53	44,39	43,43

Fonte: Almeida, J. S. Gomes, op cit, p.40

(18) Almeida J. S. Gomes de, Financiamento e desempenho corrente das empresas privadas e estatais, IESP-FUNDAP relatório de pesquisa 3, São Paulo, Agosto 1980

O euga do endividamento ocorreu em 1970. Levada tidamente
gradativamente a partir daí. O ano de 1971 deu lugar
crescimento econômico de 1958 assinala uma "paralisação"
decidir. O endividamento da empresa continuou a crescer
quanto ao endividamento bancário). Notar-se que o nível de
endividamento no fim dos períodos são inferiores aos de
1972.

Em relação à tabela XVII, nota-se que as "outras
contas" do circulante e exigível de longo prazo cresceram
acentuadamente até 1966 e caíram em seguida. "Outras
contas" inclui pagamentos não efetuados no exercício e que
no encerramento deste resultam em obrigações da empresa para
o próximo ou próximos exercícios: salários e encargos
trabalhistas, fornecedores, tributos.

O processo de reversão do endividamento está presente
desde 1973, quando os níveis de continuidade do
endividamento se acentuaram enormemente como poder-se-á
constatar ao final do capítulo.

Para avaliar-se o desempenho da grande empresa, deve-se
chamar a atenção para a conta variações monetárias ou
cambiais, que registra o efeito das variações monetárias ou
cambiais sobre o principal dos empréstimos em moeda nacional
ou estrangeira. Não se trata de um desembolso corrente (como
as despesas financeiras), mas futuro, o qual, no entanto, é
contabilmente alocado com despesa no demonstrativo de

contabilmente alocado com despesa no demonstrativo de resultado do exercício. O impacto da política cambial adotada, após as máximas de 1979 e 1983, incidiu diretamente sobre o demonstrativo de lucro das empresas, sobretudo as mais endividadas em moeda estrangeira.

As considerações a seguir desenvolvem-se com base na tabela XVIII, onde encontram-se discriminados os diversos itens de receita, despesa e lucro como proporção da receita operacional líquida, e nas tabelas XIX e XX, que respectivamente apresentam indicadores selecionados de "desempenho" e os fluxos de origens e aplicações de recursos.

TABELA XVIII
DEMONSTRACAO DE RESULTADOS
EMPRESAS PRIVADAS NACIONAIS

ANOS	PERCENTAGEM							
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
RECEITA OP. LIQUIDA	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
CUSTO PROD. SERV.	73,52	72,84	72,23	71,60	68,79	66,98	64,95	63,94
DESP. OPERACIONAIS	17,00	17,45	15,96	17,38	18,71	16,49	13,47	13,68
DEP. FIN. LIQ.	4,18	4,85	4,36	5,99	5,13	3,78	1,52	0,04
CUSTO IND.	11,76	11,50	11,18	11,17	12,57	11,60	11,47	11,83
OUTRAS	1,06	1,08	0,41	0,21	1,00	1,10	0,48	1,80
LUCRO OPERACIONAL	9,47	9,70	11,79	11,01	12,49	16,51	21,56	22,36
LUCRO NAO OPERAC.	1,45	0,94	1,49	1,08	2,13	2,84	2,94	4,48
REC. NAO OP.	0,76	0,53	0,58	0,54	0,66	0,67	0,57	0,70
PART. CONT. COL.	1,12	1,10	1,22	0,87	1,79	2,62	2,83	4,13
REC. NAO OP. TOTAL	1,88	1,63	1,81	1,42	2,46	3,29	3,40	4,84
DEP. NAO OPERAC.	0,43	0,69	0,31	0,33	0,33	0,45	0,45	0,35
LUCRO OP. E NAO OP.	10,92	10,64	13,29	12,09	14,62	19,35	24,50	26,84
EFEITOS INFLACIONARIOS	-1,37	-2,35	-2,09	-3,60	-4,68	-8,81	-9,71	-8,89
CORRECAO MONET.	-1,63	-1,07	-0,75	-0,77	-0,01	1,84	2,40	2,43
VAR. MON. E CAM.	3,01	3,42	2,84	4,37	4,69	6,97	7,30	6,46
LUCRO OP. E NAO OP. COR	9,54	8,29	11,20	8,49	9,94	10,54	14,79	17,95
IMPOSTO DE RENDA	1,99	2,46	3,34	2,34	2,73	3,72	3,77	4,43
PARTICIPACOES	0,25	0,23	0,23	0,12	0,19	0,12	0,21	0,51
LUCRO LIQUIDO	7,31	5,59	7,62	6,01	7,00	6,69	10,80	12,99

NUMERO DE EMPRESAS: 127

Fonte: Almeida, J. S. Gomes de, op. cit., p. 120

INDICADORES SELECIONADOS
EMPRESAS PRIVADAS NACIONAIS

PERCENTAGEM

ANOS	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
I - TAXA DE LUCRO								
LO/ T	8,73	9,03	12,42	10,55	12,44	13,78	16,14	17,00
LNO/AT	0,27	-0,13	0,25	0,18	0,29	0,16	0,07	0,22
LONO/AT	9,00	8,89	12,67	10,74	12,73	13,94	16,22	17,23
LO/OC/AT	7,87	6,93	10,68	7,54	8,65	7,59	9,79	11,52
LLIP/AT	6,02	4,67	7,26	5,34	6,09	4,82	7,14	8,34
LO/PL	18,40	19,25	27,44	21,92	23,72	25,63	27,77	29,66
LNO/PL	0,57	-0,29	0,56	0,38	0,55	0,27	0,12	0,39
LONO/PL	18,97	18,96	28,00	22,30	24,20	25,93	27,90	30,06
LO/OC/PL	16,57	14,77	23,60	15,66	16,50	14,12	16,84	20,10
LLIP/PL	12,69	9,96	16,05	11,10	11,63	8,97	12,30	14,55
II - MARGENS DE LUCRO								
MARGUP	36,01	37,28	38,43	39,64	45,36	49,27	53,94	56,37
LO/RO	12,59	10,81	13,02	11,88	14,29	19,13	24,39	26,49
LONO/RO	10,92	10,64	13,29	12,09	14,62	19,35	24,50	26,84
LO/OC/RO	9,54	8,29	11,20	0,49	9,94	10,54	14,79	17,95
LLIP/RO	7,31	5,59	7,62	6,01	7,00	6,67	10,80	12,99
LONO DFL/RO	15,10	15,50	17,65	18,08	19,74	23,13	26,02	26,89
III - DIVIDENDAMENTO								
EXT/PT	106,68	109,23	117,50	104,17	88,78	84,40	70,22	72,28
FIN.EXT./PL	77,40	78,71	77,98	71,98	56,68	54,52	45,32	47,49
FIN.DAN./PL	59,44	60,28	56,61	50,07	34,00	35,34	27,91	34,91
IV - COMP. DO EXIGIVEL								
FORNECEDORES/EXT	16,76	16,72	16,76	16,61	17,50	16,84	18,73	15,56
DUI. DESCONT/EXT	3,69	3,50	2,91	3,24	2,14	1,79	2,57	3,02
FIN. INC. E EMP./EXT.	52,02	51,68	45,27	44,82	36,16	40,08	37,17	45,27
DEBENTURES/EXT	0,06	0,14	1,45	4,40	7,98	5,87	66,05	1,88
OUTROS/EXT	31,14	31,43	36,54	34,15	38,85	37,19	38,03	37,31
IND. DE ESTRUTURA								
AT. PERM./EXT.LP+PL	74,30	75,28	77,22	77,58	72,62	74,66	75,49	76,07
VI - COMP. REC. CUST. LUCRO								
RECEITAS								
RO/RT	98,14	98,38	98,22	98,59	97,59	96,80	96,70	95,38
RNO/RT	1,85	1,61	1,77	1,40	2,40	3,17	3,29	4,61
CUSTOS								
CD/CT	81,21	80,67	81,89	80,46	78,61	80,23	82,81	82,36
CI/CT	17,60	18,12	17,62	19,28	20,24	18,43	16,56	15,30
DFL/CT	4,61	5,37	4,94	6,73	5,87	4,53	1,94	0,05
LUCRO								
LO/LONO	96,99	101,53	97,98	98,26	97,71	98,85	99,54	98,69
LNO/LONO	3,00	-1,53	2,01	1,73	2,28	1,14	0,45	1,30
FIN/LONO	38,26	45,60	32,82	49,53	35,12	19,54	6,21	0,17
RECEITA P. E REC. FIN.								
DFL/LONO	4,18	4,85	4,36	4,99	5,13	3,78	1,52	0,04
DFL/LONO	38,26	45,60	32,82	47,53	35,12	19,54	6,21	0,17
LIQUIDEZ								
AC/PC	143,42	137,45	133,19	138,44	148,01	150,30	150,93	154,16
APL.FIN./AT	6,87	6,76	7,18	6,56	7,34	7,86	7,86	8,45
AVANÇAMENTO FIN.								
ALAV.FIN. A	6,28	5,77	10,90	5,97	6,91	10,49	10,49	12,59
ALAV.FIN. B	5,04	3,58	8,53	2,58	3,25	5,93	5,93	8,41

UNIDADE DE EMPRESAS: 127

Fonte: Almeida, J. S. Gomes de, op. cit., p.127

Através das tabelas XVIII e XIX, pode-se perceber que em termos de rentabilidade, todos os indicadores da empresa privada nacional mostram queda em 1979, aliás, bastante acentuada; aumento das taxas em 1980 (resultado superdimensionado pela prefixação da correção monetária); nova queda no ano seguinte (recessão); recuperação em 1982 que no geral (de acordo com o indicador utilizado), repôs a rentabilidade ao invés de 1978. A partir daí, as taxas não pararam mais de crescer, alcançando em 1985 níveis sensivelmente superiores aos do ano de origem.

Em suma, o período foi de instabilidade das taxas de lucro, mas já em 1982, as oscilações resultaram aproximadamente na recuperação da rentabilidade aos níveis pré-recessão.

Os dados do Quadro II apresentam as margens de lucro de empresas privadas nacionais e estrangeiras sob diversos ângulos.

QUADRO II
MARGENS DE LUCRO – EMPRESAS PRIVADAS

ANOS	PERCENTAGEM							
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
MARK UP								
NACIONAL	36,01	37,28	30,43	39,64	45,36	49,27	53,94	56,37
ESTRANGEIRA	27,18	27,89	25,09	28,64	29,37	33,96	36,53	35,60
MARGEM LIQ. OPERAC. (LO/RO)								
NACIONAL	9,47	9,70	11,79	11,01	12,49	16,51	21,56	22,36
ESTRANGEIRA	6,56	6,14	6,33	5,65	7,03	8,70	12,61	14,15
MARGEM LIQ. OPERAC. E NAO OPERACIONAL (LONO/RO)								
NACIONAL	10,92	10,64	13,29	12,09	14,62	19,35	24,50	26,84
ESTRANGEIRA	7,96	6,62	7,02	6,41	7,93	9,64	13,67	15,64
MARGEM LIQ. CORR. (LONO/RO)								
NACIONAL	9,54	8,29	11,20	8,49	9,94	10,54	14,79	17,95
ESTRANGEIRA	6,27	4,23	5,35	4,06	6,03	5,96	9,41	9,84
MARGEM LIQ. INTERNA (LONO+DFL/RO)								
NACIONAL	15,10	15,50	17,65	18,08	19,76	23,13	26,02	26,89
ESTRANGEIRA	10,95	10,71	10,66	12,57	12,46	15,23	16,84	15,90
MARGEM LIQ. INT. CORR. (LONO+DFL/RO)								
NACIONAL	13,72	13,15	15,56	14,40	15,07	14,32	16,31	18,00
ESTRANGEIRA	9,26	8,32	9,00	10,23	10,56	11,56	12,59	10,11

FONTE: Almeida, J. S. Gomes de, op. cit, p.99

Além disso, a elevação da Margem Operacional foi muito expressiva (observado a partir de 1976 - 1978) constituiu a elemento a contrapartida de "Emprego" na grande maioria das elevações dos custos. É importante o fato de termos elevado o que chamamos de "Custo Financeiro Líquido" (que inclui a despesa financeira líquida (19)), significa que a elevação das margens brutas preservaram as margens líquidas. Ou seja, não houve "emprego" de recursos pelo aumento dos custos financeiros.

A elevação do "mark-up" foi responsável por o efeito desse movimento que compensou o lucro líquido. Para isso, que a margem operacional crescesse, mesmo com maiores níveis de "despesa operacional" (devido às despesas financeiras e os "custos indiretos" tiveram comportamento estável).

Outra parcela significativa para a recuperação das margens líquidas teve origem no crescimento da receita operacional, como podemos perceber através da equação (20) pela diferença entre a margem líquida não operacional e a margem líquida operacional.

Cabe registrar que o resultado não operacional reflete certas alterações ativas, sobretudo, na conta de participações em controlada e coligadas que no caso da empresa privada nacional deu-se de forma muito sensível.

(19) Definido como a relação entre a receita operacional líquida menos o custo dos produtos e serviços e o custo de produtos e serviços.

(20) Ver A. S. Calabi, G. D. Reis e P. M. Levy, Geração de riquezas e estrutura de capital das empresas no Brasil, São Paulo, IPE-USP, Relatório de pesquisa no. 6, 1979

As reestruturações ativa e passiva, segundo as mudanças de recompensas pelas dívidas, demonstram o efeito do grau de endividamento, e do aumento da liquidez e das aplicações financeiras.

Os dados da tabela XVIII mostram como se comportou o principal resultante destas mudanças processadas no lado patrimonial - a conta de despesas financeiras líquidas. Resultante, porque essa conta reflete o efeito conjunto da redução e recomposição das dívidas (concorrendo para a redução do custo financeiro) e da rentabilidade dos gastos com ativos financeiros (elevando as receitas financeiras).

Na empresa nacional privada verificamos aumento progressivo das despesas financeiras líquidas como proporção da receita operacional até 1981, com a única exceção do ano de 1980, devido à preferência monetária e cambial.

Será feito agora um comentário final acerca de um indicador que o trabalho de Calabi, Reiss e Levy tomou de grande destaque: o da alavancagem financeira dos superestímulos bancários, que é apresentado na tabela XIX (21).

(21) é definido de 2 formas, segundo Almeida: levando em conta o lucro operacionais e não operacionais apurados antes dos efeitos inflacionários (Alavancagem A) e depois dos efeitos inflacionários (Alavancagem B).

$$\text{Alavancagem financeira A: } \frac{\text{LONO}}{\text{PL}} - \frac{\text{LONO} + \text{DFL}}{\text{AT}}$$

$$\text{Alavancagem financeira B: } \frac{\text{LONOC}}{\text{PL}} - \frac{\text{LONOC} + \text{DFL}}{\text{AT}}$$

LONO - Lucro operacional e não operacional AT - Ativo

PL - Patrimônio líquido DFL - Despesa financ. líquida

LONOC - Lucro operac. e não operac. depois dos efeitos inflacion.

Como foi visto, a alavancagem financeira, segundo Calabi, Reiss e Levy, "indica a medida em que o endividamento que financia operações ativas das empresas eleva a taxa de retorno sobre os capitais próprios correspondentes". Se a alavancagem é positiva, "o uso de capitais de terceiros impõe custos inferiores à rentabilidade obtida a partir de seu uso" (22).

Para a empresa nacional privada, a alavancagem financeira inicialmente declina (se excetuar-se o ano atípico de 1980) de forma bastante expressiva até 1981, embora mantendo-se positiva. A partir daí vai crescendo até 1985.

Os fluxos de origens e aplicações resumem e refletem as mudanças descritas aos níveis patrimoniais e corrente como pode-se observar na tabela XX.

(22) Calabi, Reiss e Levy, op. cit., p.78

TABELA XX
ORIGENS E APLICACOES DE RECURSOS
EMPRESAS PRIVADAS NACIONAIS

ANOS	PERCENTAGEM							
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
ORIGENS	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
AUTO FINANCIAMENTO								
	45,13	39,49	43,24	32,50	39,82	31,64	41,16	38,88
RES. DO EXERCICIO	31,99	26,03	35,02	26,39	29,37	20,59	32,77	34,43
BAIXA E ALIE. DE BENS	1,64	3,38	1,24	1,48	1,92	1,60	1,49	1,81
AUM. PATRIM. LIQ.	11,48	10,07	6,97	4,61	8,52	9,43	6,89	2,63
SUB-TOTAL	45,13	39,49	43,24	32,50	39,82	31,64	41,16	38,88
OUTRAS ORIG. OPER.	25,88	28,84	23,67	33,67	36,28	43,58	44,02	32,65
REC. DE TERCEIROS								
FINANCIAMENTO	24,43	23,63	19,35	20,71	10,25	9,10	9,64	14,28
DEBENTURES		0,18	3,98	5,59	2,66	2,37	0,56	0,48
SUB-TOTAL	24,43	23,82	23,33	26,30	12,91	11,48	10,21	14,76
OUTRAS	4,55	7,83	9,98	7,51	10,97	12,29	4,59	13,69
APLICACOES	78,45	75,49	67,27	65,78	59,97	62,08	53,87	55,32
INVESTIMENTOS	6,68	10,10	6,70	4,97	9,16	8,81	11,23	6,83
IMOBILIZADO	35,12	27,71	29,04	26,11	19,44	22,69	12,30	11,01
DIFERIDO	7,21	8,17	1,80	1,27	1,04	1,82	0,60	0,57
AUM.REAL.L.P.	7,06	7,44	7,75	12,71	7,31	5,39	7,81	8,17
RED.EXIG.L.P.	11,29	9,01	7,09	6,73	7,41	9,56	8,32	6,63
OUTRAS APLIC.	11,06	13,03	14,86	13,96	15,60	13,80	13,59	22,08
AC. CAP. CIRC. LIQ.	21,56	24,50	32,73	34,21	40,02	37,91	46,14	44,67
AC. REAL CAP. CIRC. LIQ.	-4,32	-4,33	9,29	0,54	3,73	-5,67	2,11	12,01

NUMERO DE EMPRESAS: 127

FONTE: Almeida, J. S. Gomes de. op cit, n.134

Na conta "outras origens operacionais" foram registradas as variações de valor que não são apresentadas diretamente no balanço patrimonial de 1981 (23). Segundo Almeida, trata-se de uma conta de natureza "transiente contábil" e em cuja expressão "movimento no período", concorrem as "variações monetárias e cambiais", bem como o resultado da correção monetária do balanço, além da depreciação.

A contração relativa que se observa no autofinanciamento para a empresa nacional privada em 1982 é consequência da contração do lucro gerado. O aumento do capital próprio e a recuperação do lucro após a recessão de 1981, pareceu denotar tendência de recuperação. Nota-se que a despeito da elevação dos recursos de terceiros — contrapartida da redução do auto-financiamento — os recursos oriundos de financiamentos de longo prazo (cedências) acentuadamente a partir de 1981, em parte compensados com a venda de debêntures. Fica evidente ainda nos dados da tabela XX o aumento dos recursos orientados para "investimento" (participação acionária) e redução do exigível de longo prazo (resgate de dívidas) nos últimos anos do período, bem como a queda muito expressiva da aplicação de recursos no imobilizado, este um indicador da queda do investimento produtivo.

A queda do grau de endividamento constatada nos balanços das grandes empresas não financeiras privadas e a

(23) Almeida, J. S. Gomes de, op. cit., p. 114

setor, a elevação para crédito monetizado e o crescimento de empréstimos levaram o setor financeiro a se transformar num novo mercado, um balcão de oferta de títulos para valorização fictícia.

Simultaneamente, houve na década de 80 um processo de substituição da dívida externa das empresas por dívida junto às autoridades monetárias.

Esse fenômeno, deriva do processo de estatização da dívida externa do país, ou melhor, do processo de transferência da responsabilidade pela dívida externa das empresas para as autoridades monetárias. (24) (25)

Resumindo: Almeida aponta que na década de 80 as empresas passam a obter ponderáveis lucros não operacionais. Enfatiza a inserção da grande empresa privada nacional no sistema financeiro, como detentoras de títulos de emissão de instituições financeiras e do Tesouro Nacional. Constatava também que as empresas coligadas e controladas conseguiram alcançar um alto grau de investimento, principalmente no setor de respeito à diversificação. Além disso, Almeida aponta para a elevação do "mark-up" das empresas a partir de 80.

Segundo Costa (1986), ao longo da década de 80, a empresa privada nacional acaba por diminuir o seu grau de endividamento. Isto porque, além de saldar sua posição junto às autoridades monetárias (em condições favoráveis),

(24) Costa, F. N. da, Sistema Financeiro: Abusos - Desajustes - Realistas in: Análise e Conjuntura no. 3 set/dez, 1986 p.67

(25) Ver a respeito da Estatização da dívida David do SF, Cruz P. Dívida externa e política econômica: a experiência brasileira dos anos 70 São Paulo, Brasiliense, 1984

correlação entre as grandes empresas e os bancos visto a partir das margens brutas de lucro sobre o custo primário.

Constatamos que o setor privado, que antes era devedor ao setor público, passou a função de credor, tornando-se análogo ao setor empresarial em relação ao setor financeiro: vai de devedor para credor líquido (26).

(26) Costa, F. N. da, op. cit., p. 67

II.2 POLÍTICA MACROECONÔMICA QUE PROPICIOU O PROCESSO DE ENDIVIDAMENTO

Apresentaremos, abaixo, uma breve caracterização da política macroeconômica adotada no período 1964-1968, baseado no trabalho de Fernando Moura de Silva (1).

Em 1964 os militares tomam o poder e inauguram a ditadura, num quadro econômico social bastante instável: inflação crescente com rápida desaceleração do produto, com um sistema fiscal decacente, com insolvência internacional, com indústrias e desarticuladas demandas salariais e com instituições de política econômica pouco adequadas para enfrentar os desafios impostos pelo desenvolvimento.

Assim, a política de combate à inflação e reorganização do quadro institucional se tornam prioridade. Quanto ao combate à inflação teve inspiração bastante ortodoxa (PAEZ):

- a) rígido controle da expansão da moeda e do crédito;
- b) rígido controle dos reajustes salariais e das despesas públicas.

Na área fiscal, institucional e financeira, as principais reformas desse período foram:

1) Fiscal

(1) Silva, A. Moura da, Intermediação Financeira, FINE/USP, mimeo, 1980

- a) estabelecer correção monetária dos débitos fiscais;
- b) isentar atividades exportadoras industriais do IPI
- c) centralização da administração fiscal nas mãos do governo federal.

2) Financeira

a) na área monetária, cria-se o Bacen em substituição a SUMOC, o CMN, que passa a definir a condução da política monetária e financeira do país e institui-se a correção monetária. Redefinem-se as funções dos bancos comerciais e das sociedades de crédito e financiamentos e é definido o papel de novas instituições: a dos bancos de investimento. Pretendia-se que os BI operassem no financiamento de ampliação de capacidade produtiva do setor privado, mas terminou por operar no fornecimento de capital de giro.

b) na área habitacional, cria-se o Sistema Financeiro de Habitação (SFH), composto pelo Banco Nacional da Habitação (BNH) e pelas sociedades de crédito imobiliário. Este tinha como objetivo canalizar recurso para o financiamento da construção civil através do fundo de garantia por tempo de serviço (FGTS) e das cadernetas de poupança.

c) na área industrial, cria-se o FINAME (Agência Especial de Financiamento Industrial S.A.) subsidiária do BNDE (2), com o objetivo de dar sustentação financeira para a expansão da indústria brasileira de bens de capital (3).

O objetivo da nova política econômica era atrair para ativos financeiros legais os recursos privados que estavam sendo alocados em moedas estrangeiras. Entretanto a nova estrutura financeira foi implantada sem se analisar profundamente a existência de condições reais para o seu funcionamento.

Na área do mercado de capitais, com a criação das obrigações reajustáveis do tesouro nacional (ORTN), estabeleceu-se um critério de remuneração financeira importante: o princípio de correção monetária a posteriori.

O governo de Costa e Silva que assume em 1966 mudanças substanciais na condução da política econômica de curto prazo, diagnosticando a inflação como de custo e constatando a existência de capacidade ociosa em inúmeros segmentos do setor industrial, a nova administração promove uma política bastante heterodoxa de combate à inflação:

1) estimula-se uma rápida expansão do crédito ao setor privado e mantém-se uma política monetária bastante liberal;

(2) Criado no governo de Juscelino Kubitschek para promover o crédito de longo prazo

(3) Silva, A. Moura da, op. cit., p. 11-17

o volume de crédito para o setor privado em relação ao PIB passa de 0,15% entre 1964 e 1966 para 0,24 do PIB em 1968 e daí para frente mantém-se em elevado ritmo de crescimento.

a) estabeleceu-se um rígido controle de preços (CIP) e sobre as taxas de juros do setor financeiro privado.

É exatamente no período 1968/70 que as reformas do período de 1964/67 ganham conteúdo e coerência enquanto instrumentos para promover o crescimento econômico.

As linhas mestras da política econômica adotada em 1968/73 podem ser assim catalogadas:

1) na área externa:

Graças à grande folga de liquidez ao nível internacional no período, devido aos petrodólares, concebeu-se um esquema que propiciou uma volumosa entrada de recursos financeiros externos no período:

a) a política de minidesvalorizações a partir de agosto de 1968, através da qual se estabeleceu uma regra informal de se desvalorizar o cruzeiro em relação ao dólar pela diferença entre as taxas de inflação no Brasil e nos EUA e a um frequência curta (em média, uma desvalorização a cada 20 dias) o suficiente para desencorajar a especulação. Dada a estabilidade da taxa de inflação doméstica, em torno de 20% a.a. e a prática de se remunerar a "poupança financeira" doméstica a um nível não inferior a taxa de inflação doméstica, passou a representar um forte estímulo para o

endividamento externo. Vejamos um exemplo concreto de um débito contratado em dezembro de 1968 para ser pago em 1972: se contratado em dólar, o contravalor em cruzeiros (principal) deveria ser multiplicado por 1,62 na data do pagamento (a desvalorização do período), se contratado domesticamente junto ao SFN como correção monetária a posteriori o débito (só o principal) seria multiplicado por 2,0 (inflação doméstica) (4).

b) Com a permissão para captar recursos externos, o setor privado bancário e não bancário passou a ter pela primeira vez em sua história a opção de financiar suas aplicações domésticas em moeda estrangeira. O Bacen não renunciou ao seu monopólio de compra e venda de moeda estrangeira; os contratos nessa moeda só poderiam ser realizados com a aprovação prévia do mesmo.

A partir de 1970, passou-se então a definir uma política quanto ao prazo de permanência dos recursos financeiros externos no país. Primeiro, o Bacen só aprovava a entrada de recursos financeiros que tivessem um prazo mínimo de 5 anos para o período de amortizações, além de isentar do pagamento do IR as remessas para o exterior referentes ao pagamento dos encargos da dívida dos empréstimos com período mínimo de amortização de 10 anos.

(4) idem, ibidem p.23

Posteriormente, todos os empréstimos ficaram sujeitos ao prazo mínimo de amortização de 10 anos (5).

Terminava-se, desta forma, por transformar o setor externo em supridor de recursos de médio e longo prazo para financiar a expansão da capacidade produtiva e da intermediação financeira domésticas.

A partir da reforma fiscal de 1967 preparada pelo governo Castelo Branco, além do endividamento interno (ORTN) o Tesouro passa então, na escala crescente, a transferir fundos de origem fiscal para o setor privado, setores e/ou regiões ditas prioritárias.

Na área financeira, as principais reformas realizadas no período 1968/73 foram as seguintes:

a) criação da caderneta de poupança, a partir de 1968 com remuneração de 6% mais correção monetária a posteriori.

b) à semelhança do FGTS, criam-se dois novos fundos de poupança compulsórios: o PIS (Programa de Integração Social) e o PASEP (Patrimônio do Servidor Público). a partir de 1974, estes fundos foram unificados sob administração do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) para financiar expansão da capacidade produtiva do setor industrial.

(5) a partir de 1974, esse prazo foi diminuído para 5 anos

c) a partir de 1970, criam-se títulos de curto prazo, sem correção monetária e de emissão do Tesouro Nacional - as LTN - através de operações chamadas de "operações de mercado aberto".

d) a partir de 1969, o pretexto de ampliar a escala das instituições financeiras domésticas com o intuito de reduzir custos operacionais, inicia-se uma política de estímulos a conglomeração financeira. Tem início um forte movimento de concentração bancário entre 1966 e 1975.

Como indicado anteriormente, a expansão da intermediação financeira doméstica ocorre paralelamente a uma crescente entrada de recursos externos no país. Quanto maior fosse a diferença entre a taxa de inflação doméstica e a de desvalorização do cruzeiro, maior a preferência para endividamento externo relativamente ao doméstico. O afluxo de recursos externos se materializa fundamentalmente através de três canais:

1) financiamento de importações: importante fonte de recursos complementar à atividade doméstica de financiamento do BNDE; em 1973, 1974 e 1976 o afluxo de recursos externos, assim fornecidos, corresponderam a 100, 68 e 52% do total de empréstimos e financiamentos realizados pelo BNDE nesse período;

2) investimento direto: fluxo líquido de ordem de 900 milhões de dólares anuais no período de 1973/77, localizado principalmente no setor industrial;

3) empréstimo em moeda: há duas categorias de empréstimos. A mais importante - através da Lei 4131 de 1962 - foi feita sem intermediação (co-obrigação) do sistema financeiro doméstico e representava algo em torno de 51% (em 1977) do total da dívida externa do país. A segunda categoria através da resolução 63 do Bacen de 1967 foi passivo das instituições financeiras e representava 16% do total da dívida externa do país em 1977.

É importante salientar que as agências estatais foram as principais tomadoras de recursos externos. Em 1977, sua participação representava 60% do total da dívida externa do país e 48% do total dos empréstimos em moeda. Os repasses externos representavam respectivamente, 8,5%, 12,6% e 9,5% do total do passivo dos Bancos comerciais (exceto Banco do Brasil), dos Bancos de investimento e BNDE em 1977.

A intermediação financeira doméstica dá-se pelas operações do BNH; BNDE com o FINAME, sua subsidiária, financiando a aquisição de equipamentos do setor industrial. Esse financiamento é realizado através de repasse de recursos para bancos estaduais de desenvolvimento, para bancos comerciais e de investimento e para sociedades financeiras.

Os repasses com origem nas autoridades monetárias são realizados através de um complexo sistema de créditos seletivos para programas de crédito agrícola, de crédito para a pequena e média empresa, de crédito para exportadores de manufaturados e etc.. A origem dos recursos repassados pelas autoridades monetárias são: novas emissões primárias e ampliação da dívida interna do tesouro, via emissões de CRTN e LTN.

Parcela substancial dos recursos captados pelo Tesouro Nacional são transferidas para as autoridades monetárias, as quais, por sua vez, administravam generosas linhas de crédito a juros subsidiados (6).

O ano de 1973 é marcado por quatro eventos de grande importância na economia brasileira:

- 1) ritmo acelerado da atividade econômica;
- 2) fim da era da energia a custo baixo, com o "oil-shock" da OPEP em outubro;
- 3) crise financeira internacional;
- 4) fim de uma política econômica com a substituição da equipe econômica, em março de 1974.

Durante o ano de 1973 mantinha-se a política de taxas de juros baixos e acentuado controle de preços. Toda a política de compulsório era voltada para o incentivo ao

(6) Silva, A. Moura da, op. cit., p 25-55

crédito sistêmico, a redução de ações de curto prazo, a fusão, aquisição e expansão de empresas privadas.

A grande liquidez no mercado de capitais, a abertura do balanço interno e o aumento de reservas de ouro e moedas estrangeiras em agosto de 1973. Em setembro, chegavam-se a US\$ 61.000 milhões externos de US\$ 31.946 mil e reservas externas de US\$ 6.450, ou seja, 54% do total.

Em 31 de agosto foi instituído o regime de controle de câmbio, o contrato em cruzeiros nas operações de comércio com externos, o que representou uma verdadeira freio na entrada destes recursos, situação que se agravou com a queda do petróleo.

O Brasil entrava em 1974 com redução no fluxo de recursos externos e com um nível de exportação e importação perigosamente elevado dado a expansão econômica interna acelerada. (7)

Entre 1974 e 1976, projetou-se o II PND, um plano de expansão, objetivando-se, de um lado, reverter a aceleração da inflação e conter o déficit do balanço de pagamentos e, de outro lado, sustentar as elevadas taxas de crescimento. Havia, portanto, uma contradição entre política de gasto e investimento público, ambiciosa e expansionista, e a política de crédito e financiamento, que deveria

(7) Oliveira, A. Ferreira, Política econômica - A inquietante lição dos Anos 70, Assemp - editorial, IZMEC, Rio de Janeiro, 1980, p. 77-104

perseguir objetivos contencionistas (8).

Esta contradição manifestou-se num vaivém contínuo. De início predominou o vetor contencionista e em meados de 1975, houve reversão da política econômica no sentido expansionista. Vários projetos megalômanos do II PND foram ativados através das empresas estatais; o BNDE (com recursos do PIS-PASEP) aprovou grande número de empreendimentos privados nos setores prioritários de insumos e bens de capital; a situação do crédito foi afrouxada. A incongruência dos objetivos, implícita na política econômica expansionista - em meio a uma recessão mundial - fazia-se evidente.

O governo, sem desistir de seus projetos, começou a exercer um amplo controle sobre as estatais: estabeleceu para elas o IR, proibiu a criação de novas subsidiárias, limitou o acesso à Bolsa de Valores e buscou cercar suas operações na esfera financeira. Além destas medidas, o governo empenhava-se efetivamente numa política de proteção e suporte financeiro aos grupos nacionais, notadamente o setor de bens de capital, canalizando recursos através das novas subsidiárias do BNDE (e depois através do PROCAP), limitando temporariamente a correção monetária implícita nos empréstimos daquela instituição.

(8) Coutinho, L. e Belluzzo, L. G. Política econômica: Inflexões e crise 1974-81 in: Belluzzo, L. G. e Coutinho, L. (orgs) Desenvolvimento capitalista no Brasil, vol. 1, SP, Brasiliense, 1982.

No início do ano de 1976 ocorre um fortalecimento da política económica contencionalista. Partindo do princípio de que a inflação era causada pelo excessivo crescimento das despesas, pretendia-se cortar o "gasto" no sector do investimento (público e privado) e amenizar a pressão do financiamento das contas externas.

A política económica adotada tinha como objetivo, controlar a expansão do crédito com a libertação das taxas e juros e controlar a expansão do gasto público. A subida da taxa de juros facilitaria a correção dos desequilíbrios do financiamento externo viabilizando uma entrada sustentada de empréstimos em moeda, com o objetivo de recuperar o nível de reservas externas e racionalizar o perfil de amortização da dívida. As condições de crédito no euromercado já havia se revertido e eram cada vez mais favoráveis para a tomada de empréstimos (prazos longos e taxas de juros moderadas e negativas) (9), o governo compensou o impacto expansionista na entrada dos recursos externos (sobre a expansão creditícia) com um aperto no crédito interno. Manipulava-se, para tal, a taxa de depósito compulsório dos bancos, entre outras medidas.

No ano de 1977, a forte elevação da taxa de juros, associada à entrada cada vez mais intensa de empréstimos do exterior, ampliou um hiato financeiro na operação da dívida pública, utilizada para financiar a conversão dos

(9) os empréstimos eram contratados à taxas de juros flutuantes

dólares correntes. O Banco caíava cruzado e as taxas elevadas no "OPEN MARKET" para sustentar o afluxo de empréstimos externos a taxas de juros sensivelmente mais baixas. Por outro lado, a recessão e a contração do investimento privado, obrigou as empresas a recapitalizarem-se ampliadamente as suas dívidas a taxas de juros bastante elevadas. Isto tornava-se proibitivo para as pequenas e médias empresas e para o setor agrícola que, além de ter seus preços mínimos tabelados "por baixo" não poderia recidivar o seu elevado grau de endividamento às taxas de juros do mercado. Assim, o governo foi sendo forçado a abrir um leque crescente de linhas de crédito subsidiado que abrangiam o setor agrícola, as pequenas e médias empresas e as atividades de exportação. Parte das operações subsidiadas foi sendo financiada pela elevação do depósito compulsório bancário, o que pressionou ainda mais as taxas de juros no segmento livre do mercado. A subida da taxa de juros afetava os empréstimos externos em escala crescente. O "spread" negativo implícito nas operações de empréstimos externos, o volume crescente dos subsídios creditícios e o elevado custo de giro da própria dívida pública desembocaram numa aceleração vertiginosa da massa de títulos públicos. De outro lado, a subida da taxa de juros para aplicações financeiras permitia às empresas oligopolistas mais poderosas a obtenção de ponderáveis "lucros" não operacionais. Os beneficiários das linhas de crédito subsidiado desviavam recursos disponíveis para o mercado

financeiro, apropriando-se da diferença entre o valor da dívida e o valor do Tesouro Nacional.

Do lado do gasto e do investimento público, as tentativas de impor disciplina na despesa foram sucessivamente derrotadas pela necessidade de utilizar empréstimos públicos, especialmente a partir de 1975, como herança, de empréstimos externos. Era cada vez maior o efeito estabilizador da política cambial austera, tornando-se cada vez mais difícil eliminar o relativo grau de supervalorização da taxa cambial acumulado desde 1973.

No primeiro semestre de 1979 são adotadas medidas recessivas para reduzir o financiamento externo e a expansão creditícia, além de corte na política de gastos e investimentos, pelo ministro Mário Henrique Simoesen. Em meados de agosto, em meio à incerteza e especulação desfavoráveis, quanto ao futuro da economia e da inflação, o ministro renuncia.

Em agosto de 1979 o ministro Delfino Netto assume e tenta retomar o crescimento com uma política econômica heterodoxa com o objetivo de reforçar a capacidade fiscal, promove significativos aumentos de impostos e eliminação de subsídios fiscais. Elevados aumentos de preços e tarifas do setor público visaram recuperar os níveis de autofinanciamento das empresas estatais. Em meados de 79 e 80 houve outro choque do petróleo, decorrente da queda do Xê do Irã, que foi repassado para o sistema de preços incorrendo num recrudesimento da inflação.

Em 1981, o governo reduziu os coeficientes de inflação monetária e corpora) em um nível claramente inferior (aumentou a inflação e reduziu as taxas de juros internos, fazendo desvalorizar a massa de capitais especulativos, nomeadamente as ações e imóveis imobiliários).

A situação creditícia internacional não se tornou cada vez mais apertada, desde fins de 1979. O governo foi se rendendo às pressões dos banqueiros internacionais que exigiam "apreços" e comissões cada vez mais altas.

Finalmente, no final de 1980, o governo opta por uma política recessiva: forte contenção de crédito, violenta elevação da taxa interna de juros, corte nos gastos e investimentos públicos. Não obstante, o fluxo de recursos externos em 1981 não foi suficiente nem mesmo para pagar os juros da dívida. (10)

O "saneamento" das finanças públicas - condição prévia para o crescimento com estabilidade, segundo as autoridades - era o objetivo principal perseguido pelo elenco de medidas adotadas.

Em relação ao setor externo, dada a excessiva quebra de reservas cambiais, voltava-se a estimular em 81, a captação de empréstimos externos via recomposição do diferencial do custo do dinheiro. Naquele momento, o diferencial estava fortemente comprometido em função do tabelamento interno com

(10) Coutinho, L. e Belluzzo, L. G. - Política econômica: inflexões e crise 1974-81 In: Belluzzo L. G. e Coutinho, L. (orgs). Desenvolvimento capitalista no Brasil Vol.1 São Paulo, Brasiliense, 1982

juros, da forma de valorização com o $\frac{1}{2}$ de 1% das taxas básicas internacionais. A novidade em relação às políticas anteriores, é que o país encalhe na política através da redução do custo final dos empréstimos externos e não através da elevação da taxa de juros praticada no mercado externo (11).

Em 1982 com reservas negativas e com o déficit em curto prazo que deveria ter sido evitado, o país de se pôr em risco o sistema bancário nacional, o país recorreu ao FMI entrando em um processo de negociação longo e desgastante.

Em 1983 a economia nacional entra numa fase de acentuada recessão com altos índices inflacionários, só se recuperando no meados de 1985. Dado a conjuntura da política ao futuro - era crescente a valorização dos lucros corrente no mercado financeiro, ao detrimento da valorização na esfera produtiva, como já foi visto.

Em 1983 foi realizada uma reforma fiscal com a criação da conta-movimento do Banco do Brasil (12). Foi a primeira tentativa de equacionar a questão do financiamento dos gastos públicos através da elevação da carga tributária, contrapondo-se a tentativas anteriores de reduzir o déficit público pelo corte dos gastos ativos ou financiá-lo através da emissão de títulos da dívida pública. A ausência de

(11) Davidoff, Cruz. P., op. cit., p. 79

(12) Ver a respeito Teixeira, E. e Biasoto Jr., O Setor público nos anos 80: desequilíbrios e ruptura do padrão de financiamento Campinas, CECON/IE/UNICAMP, 1986

choques externos que favorecer a desvalorização do dólar. Assim, o excepcional desempenho da indústria brasileira - favorecido pela queda do preço do petróleo - e a desvalorização do dólar - e a melhoria das condições de pagamento da dívida - fruto da queda do preço do petróleo - constituíram uma importante garantia de estabilização monetária em 1981.

Em 1986 é proposto um plano de estabilização referencial - o "Plano Cruzado" - o qual apoiou-se em dois instrumentos fundamentais: reforma monetária com desindexação e o controle de preços.

A supressão da correção monetária, com o congelamento das ORTN, o congelamento cambial e a proibição da indexação de contratos com prazo de validade de menos de 1 ano culminou na desvalorização parcial do estoque de dívida pública.

A taxa de conversão/desvalorização das dívidas, implícita na tabela de conversão de cruzeiros em dólares, a "tablita" beneficiou todos que tomaram dívida a uma taxa inferior à esta (deflação de débitos). A rigor houve portanto uma alteração no valor dos estoques de dívida, favorecendo os setores endividados.

A aceleração do consumo implicou num aumento da produção corrente (menos que proporcionalmente), permitindo uma elevação da lucratividade das empresas, devido à diluição dos custos fixos. Portanto, o programa de estabilização foi extremamente favorável à rentabilidade das

empresas, incentivando a retenção e investimento. A recuperação dos investimentos foi limitada, concentrando-se principalmente nas indústrias de bens de consumo e em uma escala de bens de capital, excluindo a indústria de insumos básicos.

A não retomada generalizada dos investimentos - em especial das grandes empresas - foi um dos fatores que contribuíram para o insucesso do plano - desacerto entre oferta e demanda (43).

Seguem-se ao "Plano Cruzado" outros planos de estabilização heterodoxos, sem contudo alcançarem o resultado esperado. O "Plano Bresser" foi implementado em 12 de junho de 1987 com o objetivo de conter a inflação e minorar o déficit do setor público (decretou-se moratória no pagamento dos juros aos banqueiros internacionais, pagando-se apenas o principal).

Em 16 de janeiro de 1989 foi lançado o "Plano Verão", cujo objetivo era estabilizar preços e salários através de uma política monetária restritiva e aumento das taxas de juros.

Em 15 de março de 1990, assume a presidência da República Fernando Collor de Mello e adota outro plano de estabilização, onde opta por um ajuste recessivo. São promovidas várias reformas no âmbito fiscal, monetário-financeiro e administrativo.

(43) Carneiro, R - Crescimento, padrão de financiamento e inflação / A economia brasileira nos anos 80. Campinas, 1988

em uma direção, observamos também uma gradual retirada dos incentivos fiscais às E&S e, portanto, ao crédito para financiamento das empresas privadas. Além da insolvência de continuar havendo um fluxo de recursos externo como alternativa ao financiamento interno, há a produtividade das empresas.

No capítulo III será exposta a conclusão da análise da monografia, após serem analisados os capítulos I e II.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A intensa expansão econômica no período 1969/71 resultou em um aumento substancial do grau de endividamento das empresas industriais no Brasil. Esse aumento não se deu em detrimento da taxa de lucro das empresas, representando uma mudança de perfil na intensificação da alocação na indústria.

Esse endividamento foi resultado de transformações ocorridas no interior da estrutura industrial brasileira, que por sua vez, foram direcionadas pela política econômica do governo.(14)

Entre 1978-80 houve um acentuado aumento do endividamento da empresa privada nacional cujo auge se deu em 1979, devido a contratação de novos empréstimos para pagamentos de dívidas anteriores e não em função de novos

(14) Calabi, Reiss e Levy, op. cit., p. 40

empresa privada. A partir de 1971, porém, a situação mudou consideravelmente devido à nova legislação da dívida externa, que obrigou as empresas junto às autoridades monetárias.

As empresas passaram a enviar dados à Comissão Econômica para a América Latina e conseguiram efetivamente diminuir a dívida externa, encorajadas também por um aumento no financiamento, o que acabou por permitir a re-estruturação da dívida posterior.

No processo de transferência da dívida externa das empresas para as autoridades monetárias, essas obtiveram inúmeras vantagens de pagamento, como incentivos fiscais, taxas de juros reais negativas, dilatação dos prazos de pagamento, o que resultou em facilidades para a liquidação desta dívida.

Além disso, pôde-se constatar a inversão da grande empresa privada nacional no sistema financeiro, com detentoras de títulos de emissão de dívida pública, como o Tesouro Nacional, passando de credoras à devedora, e sistema bancário e outros poderáveis setores não operacionais.

CAPÍTULO III - CONCLUSÃO.

"Limites à abertura de capital privada nacional."

Os esforços para desenvolver o mercado acionário, por piores que fossem, observados, sempre esbarraram em dificuldades técnicas rígidas. Apesar dos incentivos fiscais adotados pelo governo em relação às SAs desde 1964 (por exemplo, como isentar as SAs do novo imposto de 7% incidente sobre os lucros distribuídos, em 1964) a colocação de ações no mercado bursátil sempre se fez a preços inferiores à cotação no mercado, resultando para a empresa num custo elevado para a abertura de seu capital.

Um dos elementos que restringiu a oferta de títulos de união, foi o alto custo de lançamento de novas ações ao público ("underwriting"), segundo as empresas estrangeiras variando em torno de 7,5 a 20% do preço das ações. A dificuldade de oferta de títulos também foi limitada pelo desinteresse das empresas estrangeiras em colocar parte do capital de suas subsidiárias nas mãos dos investidores brasileiros.

Em 1965, com a "Lei de Mercado de Capitais" as Bolsas de Valores brasileiras, tiveram condições para se desenvolver, e os papéis acionários começaram a ser capazes de competir com os títulos emitidos pelo poder público.

Embora os incentivos fiscais tenham sido importantes para o desenvolvimento relativo do mercado de ações foi

monetária em 1967 não comportava uma política de estímulo à expansão e à conservação de este objetivo.

Em 1967 foi instituído o fundo 157 que tinha como objetivo estimular as empresas a emitir ações de capital variável convertíveis em ações. A parte de recursos para tais emissões viria de uma dedução de 10% do IR-F e 50% das despesas foi reduzida para 1/3 delas, na parte relativa à aquisição de Certificados de Compra de Ações (CCAs). Os CCA's constituíam "fundos de investimento" para a aplicação dos recursos captados em emissões primárias de empresas que satisfizessem as condições do DL-157.

Fosse a única missão dos fundos recuperar a empresa privada, bastaria conceder-lhes o incentivo fiscal diretamente, por meio da dedução de compra dos CCAs. Alargando a sistemática adotada, buscou-se transformar os fundos em um instrumento de desenvolvimento do mercado de ações, direcionando o fluxo de recursos para aquelas empresas com vocação para a abertura de capital e crescimento, estimulando a oferta de emissões das empresas do capital aberto.

Contudo, o quadro econômico delineado em 1967 sofria mudanças fundamentais, à medida que se aproximavam os anos 70. Para se adequar à nova década, o sistema dos fundos fiscais 157 foi submetido a uma série de alterações nem sempre uniformes, registrando-se uma crise de indefinição altamente prejudicial ao desenvolvimento do mercado de ações. Como foi observado no Capítulo I, os resultados do

DL-157 sugere que Xerox pode considerar a emissão de ações para utilizar a experiência e o conhecimento da indústria para desenvolver a motivação com vista a atrair potenciais investidores individuais para o mercado de ações. De qualquer modo, os dados confirmam que o DL-157 foi um instrumento catalisador dos recursos de investidores individuais para a aquisição de ações, nos mesmos termos que incentive às empresas a emitir para a abertura de seu capital. Semante as sociedades que já possuíam ações no mercado bursátil é que se beneficiaram mais do DL-157.

De 1967 à 1972 as ações colocadas via DL-157 - cerca de 821 milhões de ações, provenientes de 539 lançamentos - somente, segundo levantamento da BODFSPA, foram para recursos equivalentes aos empréstimos concedidos pelo BNDE no mesmo período.

Na verdade, os empréstimos do BNDE sempre superaram os lançamentos de ações na bolsa no campo de recursos mobilizados, existe no período supra citado. Isto ocorreu devido ao comportamento atípico do mercado de ações no ano de 1971, quando ocorreu o chamado "Boom da Bolsa". Nessa época, como resultado dos incentivos fiscais, as ações começaram a apresentar um grande aumento de demanda, (principalmente as ações preferenciais (1)) o que implicou na intensificação do número de companhias que obtiveram o registro de emissão de oferta pública. A oferta de ações aumentou de tal forma que superou a demanda, os preços das

(1) ver página 58 da presente monografia

ações, empréstimos e a venda direta de títulos de dívida pública de baixa que se estendeu até depois da década.

A intensa expansão econômica do período de 1960 a 70 ("milagre econômico") trouxe para a economia brasileira o "desafio" de crescer, tornar-se mais competitiva, conquistar novas fatias de mercado, lançar novos produtos, colocar-se como uma potência de estratégia para o desenvolvimento. A longo prazo, a captação de fundos através de ações tornou-se junto ao público no o endividamento. O setor privado, no entanto, o que lhe foi mais conveniente. Excetuando-se o ano de 1973 que foi ativo para o mercado bursátil e receber dos incentivos fiscais concedidos à abertura ao capital. Na verdade, o governo colocou o comportamento empresarial ao endividamento.

Gracas à grande folga de liquidez no nível internacional no período de 1968 à 78, devido aos europeus, estabeleceram uma política econômica que propiciou uma volumosa entrada de recursos financeiros externos através de três canais: financiamento de importações, investimento direto e empréstimos externos. As agências estatais foram as principais tomadoras de recursos externos, sendo que a via de entrada de recursos externos mais importante para a análise foi o empréstimo externo.

A aquisição destes recursos pelas empresas se deu através de duas formas: uma com intermediação das agências

estabeleceu nos juros reais negativos. A política de estímulo das atividades internacionais, em termos de câmbio, foi dada

A intermediação financeira doméstica era feita através do "Canal" de recursos tanto externos quanto internos. O Banco estadual de desenvolvimento, por exemplo, concedia empréstimos e de investimento e para sociedades financeiras. Alguns repasses eram realizados através de um complexo sistema de créditos seletivos para programas de crédito agrícola, de crédito para a pequena e média empresa, de crédito para exportadores de manufaturados e etc. Os recursos recebidos pelas autoridades monetárias a essas empresas deveriam ser gerados em novas emissões primárias, ampliação da dívida interna (tesouro - via emissão de títulos públicos e empréstimo externo).

Essa "incentivo" ao endividamento das empresas ocorreu num período em que o mercado de capitais sofrava ainda de um relativo crescimento. A partir do "choque do dólar", esse mercado entrou em um processo de franca decadência. Devido ao desvio da demanda de ações, o aplicador, entre uma aplicação de rendimento incerto e sujeita à exatíssimas flutuações de curto prazo num ambiente rapidamente inflacionário, de um lado, e ativos de remuneração real (como por exemplo a poupança e os títulos públicos) garantidos pelo Estado, de outro, naturalmente não se

(x) Lembrando que as taxas de juros internas eram mantidas mais altas que as externas, as empresas também foram favorecidas através de empréstimos externos sem intermediação doméstica, pois pagavam juros menores do que os do mercado interno.

entrevista, motivado a maior liquidez decorrente da alta no preço. Portanto, o mercado de ações esboçava as primeiras tendências de oferta e de lado da demanda de ações.

Nesse contexto, o governo passou a adotar medidas de estímulo ao endividamento, o governo continuou concedendo diversos incentivos fiscais ao mercado de capitais, no período depressivo das ações, além uma série de medidas de estímulo ao governo no sentido de recuperar o mercado acionário, visando atrair investidores institucionais. Nenhuma dessas medidas foi capaz de reanimar efetivamente o mercado.

A grande liquidez no mercado de eurodólares impedia o movimento de capitais para o Brasil até agosto de 1975, quando houve o "primeiro choque do petróleo". Até então, toda a política adotada pelo governo era voltada para o incentivo ao crédito coletivo, à aquisição de ações e debêntures, à fusão, aquisição, e expansão do sistema bancário. Com o "primeiro choque do petróleo" houve a reversão da política de redução no fluxo de recursos externos, mas ainda assim, o governo mantinha as taxas de juros internas menores que as externas, incentivando as empresas privadas a recorrer ao endividamento externo, embora num volume menor do que no período anterior.

Deve-se explicitar o porquê do diferencial das taxas de juros internas e externas: as taxas de juros externas mantinham-se baixas devido à liquidez internacional (2), e

(2) os empréstimos externos eram contratados a taxas de juros flutuantes - num contexto de alta liquidez, estas mantinham-se baixas.

as taxas de juros e outros mecanismos oferecidos para tornar mais atrativos os títulos públicos, já que as taxas de juros não eram altas como parâmetro para as taxas de juros internacionais. Esse mecanismo conduziu cada vez mais as empresas brasileiras nacionais ao endividamento externo.

Entre 1974 e 1976 a política de crédito do governo perseguia objetivos contracionistas - uma contradição com a política de gasto e investimento público, que perseguiu objetivos expansionistas (II PND).

Em 1975, deu-se o primeiro passo para abrir o mercado de capitais nacional à participação de investidores estrangeiros, através de "Fundos especiais" na forma jurídica de sociedades de investimento (DL-1401). Esse mecanismo de atrair os investidores estrangeiros ao mercado de capitais não foi eficaz, resultando incapaz de mobilizar recursos em volume suficiente para alterar o quadro vigente. Houve out as tentativas de atrair o capital estrangeiro ao mercado de capitais. É mais importante se lembrar, porém, de a implementação do "Plano Cruzado", quando as desvalorizações cambiais, foram regulamentadas novas modalidades de aplicações do capital estrangeiro em Bolsa pelo Banco Central do Brasil. Mas o mercado bursátil nacional nunca obteve o "aval" dos investidores estrangeiros, provavelmente devido a sua evolução irregular aliada a problemas conjunturais, como a inflação que esteve sempre presente nessas duas últimas décadas.

A intensa expansão econômica do período analisado resultou em um aumento substancial no grau médio de endividamento das empresas privadas nacionais. Esse aumento não se deu em detrimento da taxa de lucro real, e, portanto, representando uma poderosa alavanca da intensificação da acumulação na indústria.

Como pôde-se observar, esse endividamento foi resultado de transformações ocorridas no interior da estrutura industrial brasileira, que por sua vez, foram direcionadas pela política econômica do governo.

A partir de 1975 há uma mudança no ciclo econômico dos investimentos das empresas, que até então dirigiam-se à necessidade de investimentos em capital fixo. As empresas passam a dirigir seus investimentos para as necessidades de capital circulante como reflexo da aceleração do crescimento econômico do país.

Em 1974, vários projetos do III PND foram aprovados através das empresas estatais; o BNDE aprovou projetos de empreendimentos privados em setores considerados prioritários (insusos e bens de capital); a situação do crédito foi afrouxada. O governo empenhava-se efetivamente numa política de proteção e suporte financeiro a esses setores nacionais, canalizando recursos através de novas subsidiárias do BNDE, limitando temporariamente a correção monetária implícita nos empréstimos daquela instituição. Na metade de 1976 o governo parte para uma política contencionista e comprime a expansão do crédito.

Em 1977, o governo volta-se novamente para o mercado de capitais: são concedidos incentivos a financiamentos para a execução do programa de apoio à capitalização da empresa privada através de novos incentivos fiscais e em 1978, foram disciplinadas as aplicações dos Fundos de Pensão, que passaram a ter obrigatoriamente uma porcentagem de ações e debêntures. Nesse assim, como pode-se constatar, as empresas optaram pelo endividamento em detrimento da abertura de seu capital.

Nessa época, a forte elevação da taxa de juros, associada à entrada cada vez mais intensa de empréstimos do exterior, amplificou um "aperto" financeiro na operação do crédito público, utilizado para financiar a conversão dos dólares em reais. Esse processo marcou o início da deterioração da dívida externa. O Bacen captava empréstimos a taxas elevadas no "OPERA MARKET" para sua oferta a crédito de empréstimos externos a taxas de juros bem inferiores, mais baixas.

Por outro lado, o desaquecimento econômico obrigou as empresas a revidiar suas dívidas a taxas de juros altíssimas, o que culminou em falências - principalmente de pequenas e médias empresas. Assim, o governo foi sendo forçado a abrir um leque crescente de linhas de crédito a esse segmento de empresas.

Outro fato a ser observado no tocante ao endividamento das empresas, é em relação aos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional. No período supra citado e na década de 80,

constatando que as empresas tornaram-se líderes tanto no setor privado e do Estado, devido a aquisição de títulos emitidos por estas instituições financeiras e pelo Tesouro Nacional. Resultado: o nível não operacional das empresas é o que se expande. A queda da taxa de juros para aplicações financeiras permitia às empresas oligopolistas e as governos a obtenção de "lucros" não operacionais. Os beneficiários das linhas de crédito subsidiado desviavam recursos disponíveis para o mercado financeiro, apropriando-se da diferença.

No lado do gasto e do investimento público, houve a necessidade de utilizar empresas estatais, especialmente, a partir de 1978, comoadoras de empréstos no exterior.

O auge do endividamento das empresas se verificou nacionalmente em 1979, reduzindo-se a partir daí. O ano de alta taxa de crescimento econômico de 1985 assinala uma interrupção do declínio do endividamento da empresa privada. (3)

A década de 80 foi caracterizada por um processo de transferência da dívida externa das empresas ao Estado junto às autoridades monetárias em condições vantajosas. As empresas obtiveram vários tipos de incentivos (como incentivos fiscais, redução da taxa de juros, condições "especiais" de pagamento das dívidas) para reduzir suas dívidas junto ao Estado - e que alguns economistas chamam de

(3) Ver as considerações finais do capítulo II da presente monografia.

"proteção de estábulos da vida da empresa". Em relação ao mercado de capitais, a referida década foi marcada por pequenas modificações nos incentivos fiscais existentes no final da década de 70.

Em 1982 a CVM fez uma série de normas restritivas para o mercado futuro de ações e em 1985 estabeleceu nova taxaço para o mercado - o ICI. Essas medidas quanto ao mercado de capitais, somadas à crise econômica que o país estava vivendo, resultaram num desestímulo tanto no lado da demanda quanto da oferta de ações. O recrudescimento da inflação desestimulou os investidores a aplicar no mercado acionário, já que o "open market" e o dólar paralelo ganhavam da inflação, apresentando menores riscos. Do lado da oferta de ações, houve grande dificuldades de colocação das ações no mercado em toda a década, pois quase nenh incentivos por parte do governo que estava mais preocupado com o título da dívida pública, o "underwriting" era feito a preços baixos (inferiores à cotação no mercado) tornando em um alto custo para a abertura de capital das empresas privadas nacionais.

A opção pelo encividamento acabou por conciliar interesses das empresas não financeiras - que além de incorrerem em "vantagens" através do encividamento, conseguiram obter uma alavancagem positiva - e das empresas financeiras - que acabaram obtendo um "spread" positivo no "repasse" de recursos às empresas não financeiras. As agências do Estado ficaram ameaçadas de ter que trabalhar

É marcante que a institucionalização dos "repasses" tanto internos quanto externos permitiu conciliar a crescente importância das agências oficiais administradoras dos fundos derivados da captação realizada via contratos com taxas de juros do mercado externo (prime, lixor) com interesses das agências privadas do sistema financeiro nacional, beneficiários de generosos "spreads" ao repassarem tais fundos públicos (como foi explicitado no parágrafo anterior). Isto aconteceu porque as taxas de juros internas eram mantidas em maiores níveis que as externas. Os bancos privados captavam recursos do exterior à taxas de juros externas e "repassavam" a taxas de juros internas - daí a origem do "spread" positivo, enquanto o Estado fazia exatamente o oposto quanto aos repasses internos: captava recursos via "OPEN MARKET" a taxas de juros internas altas (CRTNs) e repassava a taxas de juros baixas, incorrendo em "spreads" negativos.

Quanto aos "repasses" externos, algumas captações que eram sujeitas a juros de mercado, eram aplicadas num amplo sistema de crédito seletivo, não raro subsidiado a custos reais negativos, na suposição de que setores prioritários não teriam condições de suportar custos financeiros fixados a partir da taxa de remuneração da poupança (4).

A literatura econômica exibe a tese de que decisões de investimento e financiamento são indissociáveis e são determinadas por oportunidades de investimento - estas,

(4) Costa, F. Nogueira da, op. cit., p. 37.

no, mas ao nível do potencial de longo prazo da empresa. Há a ou exclusão de fundos de capitais para as necessidades e sector mais de investimento. Há a possibilidade que se sustente que a subordinação da aplicação de recursos provenientes do mercado de capitais é influenciada por vários factores, relacionados com a posição da empresa no mercado do seu produto. Por exemplo, a existência de um risco que a ampliação da capacidade de autofinanciamento é influenciada por factores que a empresa considera na determinação da sua política de formação de margens de lucro e/ou preços para obter independência do mercado de capitais é considerada empiricamente.

A utilização permanente de emissão de novas acções de capital de fundos é limitada, pois pode gerar uma pressão dos acionistas pela possibilidade de queda no preço das acções na Bolsa. Esses acionistas exigem um sacrifício de crescimento estável, o que impossibilita a utilização dos lucros acumulados no período, para fins de autofinanciamento. Por outro lado, o recurso a financiamento de terceiros possui um limite superior: os riscos de endividamentos são crescentes, e há restrições dos ofertantes de recursos às empresas, excessivamente endividadas.

A capacidade de autofinanciamento é limitada pelas ^{t₁} margens de lucro, que dependem do padrão de concorrência no sector em que a empresa se insere, pela necessidade de distribuição de dividendos e pelo montante de provisão para depreciação.

Constatamos que as Políticas de Crédito e acesso ao crédito, por tamanho e por origem de capital. O acesso ao crédito é facilitado, em primeiro lugar, para as empresas que já tenham alcançado determinado tamanho. A expansão e ações numa conjuntura favorável (por exemplos "Flood da Bolívia" em 1971 e em março de 1986) nortearam-se principalmente pela oportunidade oferecida e não somente pela necessidade de intensificação da expansão acima da capacidade de autofinanciamento, deficiente ao nível da concorrência. As empresas nacionais privadas têm maiores "necessidades" de capitalização, mas por seu endividamento e tamanho relativo menor, não são as mais bem colocadas para a obtenção de créditos privados (5) e acesso ao mercado de capitais. Nessas condições, a empresa acaba recorrendo aos recursos públicos.

Serão explicitados abaixo, aspectos que vêm unidos das hipóteses apresentadas como determinantes dos limites à abertura do capital privado nacional. As hipóteses apresentadas: - "se os estímulos do governo à utilização intensa do crédito interno por parte das empresas privadas nacionais (através do uso de linhas de crédito subsidiadas) e se a facilidade de obtenção de crédito externo, durante a

(5) Exceto em relação ao programa de créditos seletivos do governo

fase de alta liquidez do mercado interno, e a intervenção pelo governo através do diferencial de compra de 25%, fizeram com que o empresariado nacional, de maneira excessivamente cautelosa em virtude da baixa liquidez e capitalização, limitasse assim o mercado de ações" - poderão ser comprovadas e são as mais importantes, mas há outras explicações para a pouca relevância quantitativa do mercado acionário no Brasil. Uma das explicações coloca o estrutura do sistema financeiro como inibidor do mercado acionário e é consequência imediata dos problemas financeiros do Estado.

Do ponto de vista da demanda de ações, o aplicador entre uma aplicação de rendimento incerto e sujeita a drásticas flutuações de curto prazo e um patrimônio crescentemente inflacionário, de um lado, e o ativo de remuneração real (como por exemplo a poupança - 6% a.p.a.) garantidos pelo Estado, de outro, naturalmente não se mostra motivado a reter ações como parte de sua riqueza.

Do lado da oferta de novas ações, a empresa entra financiar seus investimentos via capital de risco, de um lado, ou via recursos com origens nas agências estatais em condições preferenciais, de outro, quase sempre opta pelo endividamento. É bom lembrar que o Estado sempre atuou como captador e aplicador de recursos. As aplicações foram administradas através de um amplo e intrincado sistema de créditos seletivos e, não raro, aplicadas a juros reais negativos.

Nas últimas décadas não é somente a estrutura da internacionalização financeira do país em relação ao mercado acionário. Há outros obstáculos localizados na própria estrutura empresarial do país.

Primeiro, a grande empresa privada nacional - a que poderia ser a base do mercado acionário - é quase sempre de estrutura familiar. A estrutura familiar nas empresas, que não faz investimento de "longo prazo", associa o "paternalismo" do Estado a indicação de onde investir (incentivos fiscais, isenções tarifárias, etc.), o apoio financeiro para o empreendimento (crédito seletivo), e a garantia de um futuro mercado sem competição estrangeira (proteção tarifária, garantia de encomenda de aparelhos oficiais, reserva de mercado, etc.). Para a estrutura do mercado acionário é marginal em face do seu porte de capital. Já as filiais "multi" são "empresas fechadas" e sua estrutura de capital.

Portanto, durante o período de expansão econômica as empresas brasileiras cresceram se endividando. Durante a década de 70 recorrem a empréstimos externos e internos e o crédito seletivo e durante a década de 80 passam de devedoras à credoras líquidas do Estado e do mercado financeiro nacional. Esse crescimento com endividamento observado na década de 70 foi resultado do "paternalismo" do Estado e também da conjuntura, tanto internacional quanto interna.

Vê-se que durante a década de 70, as empresas nacionais não relativamente às estatais e multinacionais, as mais endividadas. Mesmo sendo as mais endividadas, a absorção de vantagens nesse domínio de empresas do setor privado.

Já durante a crise dos anos 80, a empresa nacional privada possuía o menor grau de endividamento em relação a empresa estrangeira e à estatal, porque há uma transferência de responsabilidade da dívida externa para as autoridades monetárias.

A queda do grau de endividamento constatava nos balanços das grandes empresas financeiras privadas e a retração da demanda por crédito demonstrada pelos indicadores de empréstimos, levaram o setor financeiro a se transformar em um novo "balcão" de oferta de títulos para valorização fictícia. (6)

Buscasse a definição de instrumentos de coleta de recursos que venham assegurar um mercado de financiamento de longo prazo para a economia brasileira.

As possibilidades de atenuar as restrições colocadas pelo financiamento externo e pelo sistema financeiro vigente (até 1989) à expansão das empresas, apontam desde logo para a capacidade de autofinanciamento e para a capacidade de incorporação de novos capitais através da subscrição de ações. O sistema financeiro brasileiro utilizou-se ou de instrumentos de captação de poupança compulsórios ou de recursos externos para aplicações de longo prazo, e alocou a

(6) Costa, F. Nogueira da, op. cit., p. 67

maior parte dos recursos de capital vem da própria empresa.

A expansão e o desenvolvimento de empresas de capital aberto podem se beneficiar em elementos de melhoria na estrutura financeira e modernização do país. Este já é responsável pela geração direta de 1,6% do PIB, por 23% das exportações e 20% dos impostos recolhidos, mas precisa ser melhorado.

Por outro lado, o crescimento desse mercado, nos últimos anos, tem sido lento, constituindo mais uma "involução" do que uma "evolução" em relação às necessidades de recursos das empresas brasileiras. O mercado de capitais brasileiro precisa ser um canal permanente e seletivo das instituições financeiras ou dos grandes bancos, que se apóiam (como por exemplo o Br. Agr. Saneat), sem perder as vantagens para as empresas que precisam de capital e participar do mercado.

A exclusiva concentração nas negociações em Bolsa, tradicional no nosso mercado de capitais, faz com que apenas as empresas tenham a liquidez que se presume para empresas cujas ações são cotadas em Bolsa ou negociadas no mercado de balcão. Para expandir efetivamente esse mercado dever-se-ia simplificar o acesso ao mercado de capitais, para as empresas de dimensões menores, diminuindo-se o custo de lançamento das ações e desburocratizando-o.

Aponta-se para um rol de atuações públicas e privadas que podem e devem transformar o mercado de capitais, dando-lhe novo perfil quantitativo e qualitativo, já que este

apresentam, como uma forma de se obter uma visão mais ampla
dos dados colocados ao nível do financiamento da empresa. As
empresas, numa conjuntura de estrangulamento financeiro,
passam a ser financiadas pelo Estado.

B I B L I O G R A F I A

1. Revista Ranas no. 1069 de 07/10/1974
2. CNBV Introdução ao mercado de ações, IBMEC, São Paulo, SP, 1986
3. Bolsa de Valores do Estado de São Paulo, Curso ao analista de mercado de capitais, São Paulo, SP, BOVESPA, cadernos no. 6 à 10
4. Fonseca, M. D. e Teixeira, J.P., é influência do mercado futuro sobre o comportamento à vista, Boisa bras. de mercado de capitais, R.J., setembro/dezembro 1980, vol.6
5. Banco Interamericano de Desarrollo, Os Mercados de capitais do Brasil, Deltac Panamérica S.A., Centro de Estudos Monetários Latino Americano, México, D. F., 1968
6. BOVESPA, Revista Os fundos 157 - onze anos depois, São Paulo, S.P., 1978
7. BOVESPA, 100 anos de bolsa, IBMEC, São Paulo, SP, 1990
8. BOVESPA, Anuário de 1977, São Paulo, SP, 1977
9. BOVESPA, Profile 1987, São Paulo, SP, 1987
10. BOVESPA, Profile 1988, São Paulo, SP, 1988
11. BOVESPA, Profile 1989, São Paulo, SP, 1989
12. Manual do imposto de renda de 1990
13. Banco Central do Brasil, Boletim no. 12, 1983
14. BOVESPA, Anuário de 1981, São Paulo, SP, 1981
15. Banco Central do Brasil, Boletins de 1986, 1987 e 1988
16. CNBV, Relatório 1982, São Paulo, SP, 1989
17. Relatório Anual 1978 da BOVESPA, São Paulo, SP, 1978
18. "Entrepreneurial Capital and Investment" in Theory of Economic Dynamics, Modern Reader, 2a. edição, 1965, traduzido no volume Keynes/Kalecki da Coleção "Os Pensadores", Abril Cultural, 1978
19. CALABI, A. Sandro; Reiss, G. Dinu e Levy, P. Mansur, Geração de Poupanças e Estrutura de Capital das empresas no Brasil, CVM e FIPE, relatório final, São Paulo, SP, 1979

20. Almeida, J. S. Gomes de, Financiamento e despesa corrente das empresas privadas e estatais, IESP-FUNDAP, relatório de pesquisa no. 3, São Paulo, SP, agosto de 1988.
21. Silva, A. Moura da, Intermediação Financeira no Brasil: origens, estrutura e problemas, IPE-USP, São Paulo, SP, 1979
22. Costa, F. Nogueira, Sistema financeiro: análise - Desajuste - Reajuste in: Análise e Conjuntura no. 2, São Paulo, SP, set/dez 1986.
23. Tavares, Maria da Conceição, O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente in: Desenvolvimento capitalista no Brasil no.2, Belluzzo L. G. e Coutinho (org), Ed. Brasiliense, São Paulo, SP, 1983
24. Davidoff, Cruz P. Dívida externa e política econômica: a experiência brasileira nos anos 70, São Paulo, SP, Brasiliense, 1984
25. Oliveira, A. Ferreira, Política econômica - A inquietante ilusão dos anos 70, Assemp editorial, IBMEC, Rio de Janeiro, RJ, 1980
26. Coutinho, L. e Belluzzo, L. G. Política econômica: Inflexões e crise - 1974-1981 in: Belluzzo, L. G. e Coutinho, L. (orgs) Desenvolvimento capitalista no Brasil, vol. 1, São Paulo, SP, Brasiliense, 1982
27. Teixeira, L. e Blasoto Jr, G. Setor público nos anos 80: desenvolvimento e ruptura do padrão de financiamento, Campinas, CECON/FE/UNICAMP, 1988
28. Carneiro, R. Crescimento, Padrão de financiamento e inflação (A economia brasileira nos anos 80) Campinas, 1988