

O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO E O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL: UMA VISÃO HISTÓRICA A PARTIR DO EXEMPLO DOS FUNDOS 157

THE LONG TERM FINANCING AND CAPITAL MARKET IN BRAZIL: AN HISTORICAL VIEW FROM THE EXAMPLE OF FUNDS 157

VINÍCIUS KLEIN

É Doutor em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Atualmente é professor contratado da Universidade Positivo, professor adjunto da Universidade Tuiuti do Paraná e procurador do estado do Paraná - Procuradoria Geral do Estado do Paraná.

RESUMO

O modelo de financiamento é fundamental nas estratégias de desenvolvimento econômico, pois ele é capaz minimizar a vulnerabilidade externa, afastando-se, o tanto possível, de um crescimento financiado exclusivamente com poupança externa. Esse processo de desenvolvimento é resultado antes de tudo da criação de uma estratégia nacional de desenvolvimento, empregada a partir da análise do cenário externo, da inserção no mercado externo e ainda, um arranjo das forças internas para por em marcha tal tática. O Brasil possui alguns problemas no padrão de financiamento do investimento, tal como a inexistência de mecanismos de financiamento a longo prazo. Para tentar solucionar este problema, uma alternativa seria a ampliação do mercado de capitais. A conformação institucional do mercado de capitais remonta a Lei 4.728/63, conhecida com a Lei do Mercado de Capitais. Além desse arcabouço legislativo a tentativa feita na década de 1960 para o crescimento do mercado de capitais no Brasil e a sua utilização como fonte de financiamento de longo prazo passa pela análise do Decreto-Lei 157/76. A estratégia adotada pelo governo, todavia, não foi capaz de constituir o mercado de capitais

como uma fonte efetiva de financiamento de longo prazo. Dito isso, cabe a análise da história e funcionamento do financiamento no Brasil e da criação da Lei de Mercado de Capitais, para entender as razões do fracasso do crescimento do mercado de capitais.

PALAVRAS-CHAVE: financiamento de investimentos, mercado de capital, Lei de Mercado de Capitais, Lei 4.595/64, Lei 4.728/63, Decreto-Lei 157/76;

ABSTRACT

The funding model is crucial in economic development strategies, as it is able to reduce external vulnerability, drawing away, as much as possible, a growth exclusively financed with foreign savings. This development process is primarily a result of the creation of a national development strategy, employed from the analysis of the external environment, inserting the foreign market and also an arrangement of internal forces to set in motion such a tactic. Brazil has some problems in the pattern of investment financing, such as the lack of mechanisms for long-term financing. To try to solve this problem, an alternative would be the expansion of the capital market. The conformation of the institutional capital market creates Law 4.728/63, known as the Capital Market Law. In addition to this legislative framework's attempt in the 1960 to the growth of capital markets in Brazil and its use as a source of long-term financing involves the analysis of Decree-Law 157/76. The strategy adopted by the government, however, was not able to provide the capital market as an effective source of long term financing. That said, it is the analysis of the history and functioning of finance in Brazil and the creation of the Capital Market Law, to understand the reasons for failure of growth of the capital market.

KEYWORDS: financing of investments, capital market, Law of capital market, Law 4.595/64, Law 4.728/63, Decree 157/76;

1. INTRODUÇÃO

O processo de desenvolvimento não surge de forma espontânea ou natural, antes de tudo é resultado de uma estratégia nacional de desenvolvimento, que deve combinar uma análise aprofundada do cenário externo e das respectivas possibilidades de inserção externa. Ainda, um arranjo das forças internas deve ser construído tanto para aproveitar as janelas de oportunidade conjunturais quanto para direcionar o processo de desenvolvimento.

Dentre as questões a serem abordadas em uma estratégia de desenvolvimento comprometida com o processo de *catching up* o modelo de financiamento é uma peça essencial. Esse modelo deve ser capaz de minimizar a vulnerabilidade externa, afastando-se, o tanto possível, de um crescimento financiado exclusivamente com poupança externa.

Dentre os problemas que podem ser apontados no padrão de financiamento do investimento no Brasil a inexistência de mecanismos de financiamento de longo prazo é apontada por uma ampla gama de autores como a principal disfunção brasileira. Uma solução possível para esse problema é a ampliação e o crescimento do mercado de capitais.

A conformação institucional do mercado de capitais remonta a Lei 4.728/63, conhecida com a Lei do Mercado de Capitais. Além desse arcabouço legislativo a tentativa feita na década de 1960 para o crescimento do mercado de capitais no Brasil e a sua utilização como fonte de financiamento de longo prazo passa pela análise do Decreto-Lei 157/76.

A estratégia adotada pelo governo, todavia, não foi capaz de constituir o mercado de capitais como uma fonte efetiva de financiamento de longo prazo. O presente artigo procura analisar a razão pela qual configuração institucional trazida pela nova legislação não conseguiu atingir os objetivos delineados pelos *policymakers* da época, perpetuando a inexistência de fontes eficientes de financiamento de longo prazo no país.

Essa é a pergunta que motiva o presente artigo. Nas dificuldades e nos avanços do mercado de capitais a configuração normativa construída na década de 1960 teve qual papel na incapacidade de construção de um padrão de financiamento mais adequado ao desenvolvimento de longo prazo da economia brasileira?

A fim de analisar essa questão o presente artigo conta com três seções além dessa introdução e da conclusão. Na primeira será discutido o referencial teórico acerca do papel do financiamento de longo prazo no desenvolvimento brasileiro. Na segunda será apresentada a configuração institucional do mercado de capitais no Brasil, a partir das leis 4.595/64 e 4.728/63. Na terceira seção a aplicação e os efeitos da legislação no contexto econômico brasileiro na época serão aprofundadas, comparando-as com as intenções dos seus formuladores. Por fim, a conclusão tratará das razões pelas quais a legislação citada não foi capaz de atingir o intento planejado pelos *policymakers*.

2. O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL

A questão do financiamento é essencial para a formulação de um projeto nacional de desenvolvimento. Contudo, é consenso na literatura econômica que o Brasil não conta, apesar dos avanços recentes, com um sistema de financiamento adequado de longo prazo.

Inicialmente deve-se esclarecer o que se dizer por estratégia nacional de desenvolvimento. A ideia de uma estratégia nacional de desenvolvimento aqui mencionada segue a linha de pensamento de BRESSER-PEREIRA (2009:56) que define como uma estratégia de competição internacional; é a ação econômica combinada voltada para o crescimento econômico, que tem a nação como seu ator coletivo e o Estado como instrumento básico de ação coletiva.

A discussão acerca do desenvolvimento econômico no Brasil e, de maneira mais geral, na América Latina, passa necessariamente pelas discussões ocorridas na CEPAL acerca da teoria do subdesenvolvimento ou do desenvolvimento periférico de Raul Prebisch, Este autor ao desenvolver o conceito de deterioração dos termos de troca procurava demonstrar que a periferia, em oposição ao centro, possuía uma tendência inerente ao subdesenvolvimento. Essa tendência poderia ser creditada, primordialmente, ao fato da periferia constituir um conjunto de economias exportadoras de produtos primários produzidos com técnicas atrasadas de produção. O debate acerca do desenvolvimento no Brasil inclui, dentre outras construções teóricas, a teoria da dependência de Fernando Henrique Cardoso e Enzo Faletto, que traz uma concepção relevante para o presente estudo: a

dependência dos países periféricos não era exclusivamente derivada de fatores externos como pregava Prebisch, mas decorria da conjugação de fatores externos e internos. A superação da condição de dependência vivenciada pela periferia não tinha como condição suficiente a industrialização (que significaria a modernização das técnicas de produção pré-capitalistas utilizadas nos produtos primários), mas da composição das forças políticas e econômicas internas no sentido dessa superação e das oportunidades dadas pelos fatores externos.

Essa incursão, apesar de curta e incompleta, pode auxiliar a análise das limitações atuais para a formulação de uma estratégia nacional de desenvolvimento. Pode-se afirmar que a discussão da década de 1960 acerca das limitações impostas pela relação de dependência dos países periféricos para com os países centrais tem algumas similitudes, respeitadas as diferenças, com a discussão atual sobre a possibilidade de formulação e implementação de uma estratégia nacional de desenvolvimento no contexto da globalização. Nas duas situações a necessidade e a possibilidade do Estado conduzir um projeto nacional de desenvolvimento é questionada. Na experiência da industrialização brasileira por meio da substituição de importações acredita-se que tanto a necessidade quanto a possibilidade do Estado dirigir um projeto nacional foram comprovadas, por mais que se possa apontar falhas na estratégia escolhida. No contexto da globalização novamente uma parte da literatura, como FRANCO (1998), insiste que a única alternativa viável para o desenvolvimento nacional é a aceitação passiva do contexto externo, no caso atual da globalização como algo inevitável e estrutural, não como uma oportunidade no cenário externo a ser aproveitada por meio da conjugação interna das forças políticas e econômicas em direção ao desenvolvimento. Apesar da polemica que envolve o tema a proposta aqui defendida é a de que os fatores externos não devem ser vistos como estruturais e imutáveis, mas sim como espaços para a construção de uma estratégia nacional de desenvolvimento.

Assim, partindo-se da premissa que a construção de uma estratégia nacional de desenvolvimento não só é possível, mas necessária e, como frisado por BRESSER-PEREIRA (2009), tem no Estado o seu instrumento principal pode-se avançar rumo à questão do financiamento.

Qualquer que seja a estratégia nacional de desenvolvimento escolhida ela deverá conter uma alternativa para o financiamento dos investimentos necessários para o início e a manutenção do processo de crescimento econômico. A decisão acerca do padrão de financiamento buscada por uma economia não é trivial, uma vez que envolve uma relação complexa entre diversos agentes. Segundo GOLDSTEIN (1994:58) o padrão de financiamento corresponde à forma pela qual os recursos são mobilizados em uma economia capitalista, sendo fundamentais, portanto, tanto a relação da burguesia nacional com o Estado e com o exterior, bem como os movimentos do capital internacional. Ainda, são relevantes, a estrutura das poupanças públicas (privada e externa), a organização das empresas, o sistema tributário, o sistema de crédito e de gasto público e o sistema financeiro. Ademais, de acordo com BAUER (1993) partindo-se de uma concepção keynesiana, a expansão dos investimentos, base do processo de acumulação, supõe basicamente duas condições: em primeiro lugar, que os agentes privados estejam confiantes quanto à realização de lucros futuros a ponto de se tornarem dispostos a novos investimentos, ou seja, predisposição para investir. Em segundo que o investimento não seja obstaculizado por problemas de financiamento, ou seja, financiamento adequado. Um financiamento adequado depende não só do financiamento de curto prazo, mas igualmente do financiamento de longo prazo. A disponibilidade de financiamento de longo prazo supõe duas condições. Por um lado, que exista um volume adequado de poupança. Por outro lado, que o volume de poupança existente esteja efetivamente direcionado para o fim de dar suporte ao *funding*.

A falta de um sistema de financiamento privado de longo prazo, de acordo com STUART (2005) gera três gargalos financeiros ao desenvolvimento brasileiro: o sobrecarregamento do Estado com a necessidade de expansão exacerbada do crédito público; um aumento da fragilidade financeira das firmas e famílias em função da necessidade de constantemente rolar as suas dívidas de curto prazo e uma tendência ao sobre-endividamento externo, já que em função dos custos e prazos do crédito doméstico os agentes preferem financiar-se nos mercados internacionais, tornando a demanda por crédito externo superior a necessidade desse tipo de crédito.

A necessidade de um sistema de financiamento adequado como um dos requisitos do investimento e, portanto, do crescimento econômico, apesar de ser evidente na teoria keynesiana não encontra respaldo na literatura neoclássica, que vê no sistema financeiro apenas um intermediário entre a poupança e o investimento. Assim, num contexto de baixo investimento a solução será o aumento da poupança que inevitavelmente será direcionada ao investimento. Assim, na perspectiva neoclássica o sistema financeiro não teria nenhum papel relevante no processo de crescimento econômico. Já nas teorias keynesianas a conformação do sistema financeiro pode influenciar o volume de investimento, podendo-se citar como grande exemplo a teoria do investimento de Minsky. As evidências empíricas apontam para a validade da teoria keynesiana, como demonstram FAZZARI & HUBBARD & PETERSEN (1988). Se o quadro desenhado por Mynski encontrou comprovação nos países da OCDE, no Brasil seguramente as dificuldades de financiamento tiveram um papel ainda mais significativo na redução do crescimento, como aponta CARVALHO (2010:44), em especial em função dos períodos de inflação elevada e da grande atratividade dos títulos públicos.

Dentre os gargalos financeiros mencionados numa análise do desenvolvimento brasileiro pode-se destacar a questão do endividamento externo. Em diversos momentos da história brasileira a ausência de um verdadeiro projeto nacional de desenvolvimento ou a formulação de estratégias equivocadas incluíram o sobre-endividamento externo. Apesar da estratégia de crescimento com poupança externa poder ser adequada no curto prazo, ela torna o país dependente da liquidez e dos movimentos do capital externo, o que leva, normalmente, a crises no balanço de pagamentos no momento da perda da confiança dos investidores. Como bem demonstra BRESSER-PEREIRA (2009:175) além da maior fragilidade financeira internacional e da posterior crise do balanço de pagamentos a apreciação da taxa de câmbio pelos fluxos de capital acaba provocando uma alta taxa de substituição da poupança interna pela externa. Assim, a poupança externa ao invés de complementar a poupança interna a substitui, reforçando o sobre-endividamento externo e a fragilidade financeira do país.

A crítica a tendência ao sobre-endividamento externo cabe também no primeiro gargalo financeiro apontado por STUART (2005). O financiamento dos

investimentos públicos e dos créditos públicos direcionados ao incentivo ao investimento privado pode vir de várias fontes. Além das fontes tributárias, das tarifas públicas e da possibilidade de emissão de moeda tem-se outras, como o *finance* e o *funding*. O *finance* dá-se através do sistema bancário, e a possibilidade de acesso ao mercado financeiro internacional amplia as opções de *finance*. Por sua vez, o *funding* do setor público teria que se basear em outras fontes. Nesse sentido, um primeiro mecanismo são os fundos compulsórios de poupança administrados pelo Estado, bem como a colocação de títulos do Tesouro, ou seja, a geração de dívida mobiliária. Para economias em desenvolvimento, uma terceira e última fonte importante de recursos financeiros utilizada pelo Estado tem sido a canalização de empréstimos de longo prazo de organismos financeiros multilaterais e fontes oficiais de países desenvolvidos. Quando começa a surgir desconfiança em torno da gestão da dívida pública, o problema passa a ter vários desdobramentos que só tendem a reforçar as dificuldades de administrá-lo.

Portanto, pode-se afirmar que apesar da resistência neoclássica, as dificuldades de constituição de um padrão de financiamento de longo prazo no Brasil, tiveram consequências para a trajetória de crescimento seguida. Assim, a realidade brasileira parece confirmar o acerto da visão keynesiana, que identifica na falta financiamento adequado uma das possíveis restrições ao investimento e, por conseguinte, ao padrão de crescimento. Ainda, pode-se afirmar que no caso brasileiro a fragilidade financeira externa, decorrente, ao menos parcialmente, das disfunções do padrão de financiamento em questão, precisa de um enfrentamento urgente. Esse enfrentamento deve fazer parte de uma estratégia nacional de desenvolvimento, que apesar de mais ampla, de destaque a construção de uma fonte adequada de financiamento de longo prazo. Essa fonte deverá incluir o mercado de capitais como uma hipótese de financiamento a partir de capital doméstico. Para tanto, deve-se compreender qual foram os objetivos e os instrumentos escolhidos pelos policymakers quando da formulação do atual arcabouço institucional do mercado de capitais e partir daí promover os ajustes necessários.

Após o delineamento do contexto teórico pode-se passar a analisar a gênese da tentativa de modernização do mercado de capitais empreendida pelo governo que passou a comandar o país após o golpe militar de 1964.

3. A CONFORMAÇÃO INSTITUCIONAL DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO NA LEI DO MERCADO DE CAPITAIS

O governo militar encontrou um sistema financeiro pouco e um mercado de capitais incipiente, incapaz de, no estado em que se encontrava, mobilizar a acumulação doméstica para os investimentos produtivos. Alguns dados, elencados por TRUBEK (1971), podem ilustrar essa situação. Apesar do crescimento do produto e da industrialização no período de 1947 a 1962, os ativos em posse do setor financeiro com relação ao PIB havia caído de 70% em 1948 para 55% em 1963 e enquanto a média de crescimento do PIB havia ficado acima de 5% entre 1947 e 1961 os ativos financeiros em termos reais cresceram 3,8% entre 1948 e 1963. Ainda, os empréstimos do setor financeiro aos agentes privados em 1964 tinham retornado aos mesmos níveis de 1951. No mercado de capitais, os preços das ações sofreu uma queda durante o período 1948-1963. Portanto, pode-se constatar que o crescimento econômico experimentado pelo país após o fim da segunda guerra não foi financiado através do sistema financeiro ou de mercado de capitais doméstico e tampouco foi capaz de produzir um avanço institucional significativo nesse sentido. Em realidade, o investimento no ciclo de expansão referido foi financiado em grande parte pela inflação, além dos créditos públicos, através de fundos setoriais e subsídios, e do investimento estrangeiro. A principal fonte de financiamento do Plano de Metas, que marcou o apogeu do desenvolvimentismo no período 1956-1961 e gerou um grande bloco de investimentos, como aponta VILLELA (2005), foi a inflação, através da expansão monetária, que sustentava tanto os gastos públicos quanto os subsídios aos investimentos privados.

Para ter sucesso na tentativa de conciliar a estabilização da economia, que exigia o controle da inflação e a necessidade de continuidade do crescimento econômico, seria necessária a utilização de outra forma de financiar o crescimento. Assim, além do aumento da tributação para estabilizar a economia e manter os

incentivos necessários ao setor privado o desenvolvimento do sistema financeiro e do mercado de capitais teria um papel central na nova estratégia de desenvolvimento. Assim, ao menos teoricamente, seria possível prover mecanismos para o financiamento adequado do desenvolvimento, sem maior sobrecarga ao setor público, já exaurido.

A tentativa de mudança na conformação institucional do mercado financeiro e de capitais foi veiculada por duas leis: a Lei 4595 de 31 de dezembro de 1964 (Lei do Sistema Financeiro Nacional) e a Lei 4.728 de 14 de julho de 1965 (Lei do Mercado de Capitais) e por diversas instruções normativas e circulares do recém-criado Banco Central e dos outros órgãos envolvidos. Como o presente artigo visa analisar o mercado de capitais a Lei do Sistema Financeiro Nacional apenas será mencionada de forma incidental.

A redação da Lei do Mercado de Capitais e a opção pelo fortalecimento do mercado de capitais pode ser creditada, ao menos no campo intelectual, aos economistas Octavio Gouvêa de Bulhões e Roberto Campos e ao advogado José Luiz Bulhões Pedreira. A Lei do Mercado de Capitais, de acordo com TRUBEK (1971) teria quatro funções principais: 1) eliminar as barreiras legais que impediam o desenvolvimento do mercado de capitais, 2) introduzir novas instituições presentes nos mercados mais desenvolvidos e até então inexistentes no país; 3) modernizar as instituições existentes no mercado de capitais brasileiro e 4) criar uma nova filosofia regulatória, de registro e abertura de informações para os valores mobiliários. Dentre as barreiras legais pode-se citar a chamada lei dos entraves. A lei dos entraves havia sido criada primeiramente em 1860, através da Lei 1.083, com o objetivo dificultar a criação de sociedades anônimas e a negociação de títulos do mercado. Tratava-se de uma reação do Imperador aos progressos conduzidos por Mauá e seus parceiros. A lei em questão criava uma reserva de mercado, com a exclusividade para as negociações de ações e títulos para os corretores de fundos públicos devidamente registrados, além da necessidade de registro prévio das operações. Em 1880 a lei dos entraves foi revogada. Mas após a crise do encilhamento e necessidade de combater a especulação a lei foi recriada por meio do Decreto n. 384 de 1895 e permaneceu em vigor até entrada em vigor da Lei do Mercado de Capitais. Assim, o monopólios dos corretores públicos na negociação de

valores mobiliários permaneceu vigente por quase uma década. O ex-corretor e historiador do mercado de capitais Ney Carvalho em BARCELLOS & AZEVEDO (2010:XIX) defende que a lei dos entraves foi a principal causa para o atraso do mercado de capitais brasileiro. Afinal, o corretor tinha um cargo era vitalício e fruto de nomeação política, sendo que o corretor, a partir de 1930 passou a indicar seus sucessores. Ainda, em 1890 o governo havia criado 40 cargos de corretores, número esse que permaneceu inalterado até 1960. Assim, não havia incentivo para a eficiência e a modernização. A Lei do Sistema Financeiro Nacional criou a figura do banco de investimentos, como um ente separado do banco comercial, posição essa que posteriormente foi revista com a criação dos conglomerados financeiros. Os bancos de investimento faziam, além de outras atividades, o papel de *underwriting* (subscrição) de ações e títulos, prática até então desconhecida do mercado de capitais brasileiro. Como exemplo de instituição que necessitava de modernização, além das corretoras, tem-se a bolsa de valores.

Antes de avançarmos na análise das consequências e dos objetivos atingidos pela lei faz-se necessário analisar qual a concepção de desenvolvimento que estava incutida na lei do mercado de capitais. A opção pelo mercado de capitais indicava uma crença na eficiência do mercado de capitais, ou seja, do setor privado na alocação de recursos, bem como a necessidade de fortalecer a poupança nacional e o investimento produtivo necessário ao crescimento. Esse pensamento pode ser observado na visão do desenvolvimento comungada pelos autores intelectuais do projeto, os economistas Octavio Gouvêa de Bulhões e Roberto Campos. Apesar da dificuldade inerente a qualquer classificação BIELSCHOWSKI (1996) conseguiu montar um quadro bastante preciso do pensamento econômico brasileiro no período 1945-1964, que será útil no decorrer desse artigo. Além da corrente desenvolvimentista tem-se a corrente neoliberal e a corrente socialista. Na corrente desenvolvimentista pode-se observar três principais correntes: i) economistas do setor privado que adotavam uma posição antiliberal e desenvolvimentista, defendendo a necessidade do apoio estatal a acumulação privada, ii) os economista do setor público não nacionalistas que apesar da defesa do apoio estatal à industrialização defendiam a utilização preferencial e solução privadas e de mercado para os conflitos econômicos e iii) os economistas de setor público nacionalistas, que

defendiam o investimento estatal em setores industriais estratégicos em detrimento do investimento estrangeiro e se opunham as políticas de estabilização ortodoxas. A expressão desenvolvimentismo na classificação de BIELSCHOWSKI identifica a linha de pensamento econômico que defende a transformação da sociedade brasileira por meio da industrialização integral, que somente pode ser alcançada por meio da atuação do Estado, que tem a função de planejar, promover e ordenar os recursos necessários a essa transformação. Nessa classificação BIELSCHOWSKI coloca Octavio Gouvêa Bulhões como neoliberal e Roberto Campos como desenvolvimentista não nacionalista. Assim, pode-se afirmar que a racionalidade econômica da lei do mercado de capitais encontra-se na crença de que a decisão da alocação de recursos deveria ser privada. Veja-se que segundo BIELSCHOWSKI os economistas neoliberais e os desenvolvimentistas não nacionalistas eram tolerantes apenas com o planejamento parcial em situações específicas e enfáticos na contrariedade a projetos de planejamento econômico geral pelo Estado. No caso do mercado de capitais Bulhões e Campos, apesar de trabalharem com a hipótese de que um mercado de capitais se bem desenvolvido seria capaz de alocar os recursos de forma eficiente não se contentaram com os incentivos marginais iniciais e com a edição do Decreto-Lei 157 passaram a intervir de forma direta na decisão de alocação de recursos dos agentes..

Os Fundos 157 podem ser tidos como o incentivo mais incisivo para o crescimento do mercado de capitais. Esses fundos foram criados pelo Decreto-Lei 157 de 10 de fevereiro de 1967 e são tidos como os principais responsáveis pela crise que assolou o mercado de capitais em 1971. O Decreto-Lei 157/1967 funcionava da seguinte forma: as entidades financeiras criavam fundos mútuos de investimento especiais denominados Fundos 157 e todos os contribuintes que aplicavam nesses fundos ganhavam créditos no mesmo valor aplicado a serem utilizados para pagar um percentual do imposto de renda devido. Como observa TRUBEK (1971) não se trata de um mero incentivo marginal, já que o contribuinte descontava do imposto todo o valor aplicado nos Fundos 157, até um limite que variou durante o período, mas inicialmente era de 10% do imposto devido. Portanto, o contribuinte tinha duas opções ou pagava o imposto e não recebia nada em troca ou investia num fundo de ações e recebia o rendimento do Fundo 157. Assim, havia

um direcionamento muito incisivo para esses Fundos, que eram privados e competiam pelo dinheiro do contribuinte. As companhias que podiam emitir valores mobiliários elegíveis para os Fundos 157 tinham que obedecer a dois requisitos: os controladores deveriam subscrever 20% do valor da emissão direcionada aos Fundos 157 ou alienar 15% imóveis equivalentes a pelo menos 15% do capital social, ainda o valor do financiamento obtido com a emissão deveria resultar em uma melhoria da relação entre o passível exigível e não exigível. Como no início havia mais dinheiro disponível para investir do que companhias dispostas a emitir ações e debêntures (que eram os valores mobiliários comercializados na época) o Banco Central permitiu que os Fundos 157 aplicassem método do valor disponível em qualquer valor mobiliário negociado no mercado. Desse modo, com a enxurrada de recursos a Bolsa do Rio de Janeiro em agosto de 1967 dobrou o valor diário negociado e registrou um aumento de 15% no valor das ações. Para entender as distorções geradas pelo Decreto deve-se analisar quais foram os objetivos perseguidos pelo *policymakers*. Pode-se apontar dois objetivos principais: prover uma fonte de capital de giro para as empresas de uma forma não inflacionária e desenvolver o mercado de capitais para que as firmas tivessem acesso ao um sistema de financiamento de longo-prazo adequado. Como, em função do contexto de restrição monetária e fiscal, tinha que se atacar a questão da fragilidade das firmas no curto prazo e os incentivos marginais criados com a promulgação da Lei do Mercado de capitais não tinham surtido efeito até o momento optou-se por fortalecer no curto prazo o mercado de capitais. Desse modo, a princípio os dois objetivos almejados seriam alcançados. Todavia, tanto as empresas quanto os investidores haviam aderido ao mercado de capitais apenas para pagar menos imposto, sem nenhuma reflexão sobre as consequências dessa decisão. Ora, diversas empresas que abriram capital na época não tinham nenhuma prática do que hoje se conhece como governança corporativa. Nesse sentido afirma José Luiz Bulhões Pedreira, um dos autores da Lei do Mercado de Capitais, em entrevista transcrita em AVEZEDO e BARCELLOS (2010) afirma: *“Com o 157, todo mundo começou a ter um estímulo para, em vez de pagar imposto, comprar ações. Qualquer um podia fazer e muitos tiveram a iniciativa, mas sem dar a menor importância para aquilo. Era apenas uma alternativa ao pagamento de imposto.*

Aplicava-se em empresas que só existiam no papel, por causa da questão tributária.” Assim, a artificialismo da expansão do mercado de capitais a partir dos Fundos 157 fica evidente.

Traçado esse panorama geral da conforma institucional do mercado de capitais brasileiro, pode-se iniciar uma análise crítica dos resultados obtidos,

4. RAZÕES PARA O FRACASSO

Em linhas gerais pode-se afirmar que as razões que impediram um crescimento consistente do mercado de capitais no Brasil dizem respeito a tentativa de conseguir no curto prazo objetivos que somente seriam atingíveis no prazo mais longo e não apenas com reformas legislativas, mas sim com mudanças estruturais e de mentalidade e que precisariam de algum tempo de maturação.

Nesse sentido, deve-se inicialmente pontuar algumas questões que forma centrais para o fracasso da tentativa dos *policymakers* de fazer com que o mercado de capitais fosse capaz de prover uma fonte de financiamento adequada de longo prazo.

A questão do respeito aos acionistas minoritários é uma boa maneira para iniciar a discussão acerca das deficiências do mercado de capitais no Brasil. Os empresários nacionais não tinham a cultura de prestar contas aos investidores acerca da sua administração e tampouco pensavam em arriscar o controle das firmas. Ora, um mercado de capitais sofisticado somente pode ser construído a partir de um mínimo de respeito aos acionistas minoritários. Afinal, a própria diferença entre *debt* e *equity* reside na possibilidade de influência no controle. Como os empresários tinham apenas a experiência do relacionamento com o sistema financeiro vinham a concessão de qualquer direito para os minoritários como uma afronta a sua liderança. A criação dessa cultura de comportamento das empresas no mercado de capitais foi atropelada na regulação feita pelo Decreto Lei 157/1967, já que tornou a decisão de abrir o capital tão atrativa que não levou a reflexão acerca das consequências para a administração da companhia. Ademais, nas regulamentações dos Fundos 157 não se exigiu a implantação gradual das práticas desejáveis, já que o objetivo de curto prazo de prover capital de giro acabou

prevalecendo. O grau elevado do incentivo também levava os investidores a deixar de cobrar o fornecimento de informações acerca da saúde financeira da firma. Assim, se quis criar um mercado de capitais avançado sem uma preocupação de longo prazo. Ora, se as firmas emitiam ações e debêntures de forma indiscriminada, em especial firmas com dificuldades financeiras, não se poderia esperar que essas firmas distribuíssem dividendos elevados e fossem a base do crescimento do mercado de capitais. Na verdade, essa dificuldade em conceder direitos aos minoritários é uma característica que permanece até hoje na maioria das empresas brasileiras.

Outro fator institucional importante diz respeito à fiscalização do mercado de capitais. A Comissão de Valores Mobiliários somente foi criada por meio da Lei 6385 de 7 de dezembro de 1976, junto com a Lei das Sociedades Anônimas, a Lei 6404 de 15 de dezembro 1976. Assim, antes da crise de 1971 a fiscalização do mercado de capitais era feita pelo Banco Central. Todavia, a regulação do mercado financeiro e a regulação do mercado de capitais atuam sobre diretrizes diversas, já que na regulação financeira a autoridade monetária atua represando a divulgação das informações acerca das instituições financeiras, enquanto no mercado de capitais o papel da entidade fiscalizadora é tornar mais transparente e aberta ao investidor a companhia, buscando garantir a disponibilização de informação verdadeira, precisa e suficiente. Nesse sentido afirma Jorge Hilário Gouvêa Vieira, que participou da primeira diretoria da CVM e assumiu a presidência do órgão em 1979, em entrevista transcrita em AVEZEDO e BARCELLOS (2010) afirma:

A primeira grande batalha [da primeira diretoria da CVM] foi saber como considerar as empresas já existentes. As normas de registro eram totalmente diferentes das do Banco Central: o registro não é um arquivamento, mas um meio de o público ficar sabendo das informações da empresa (...). O Banco Central achava que o registro era para ficar numa pasta, era algo sigiloso – só ele sabia e não o acionista.

Uma terceira questão diz respeito ao papel das empresas estatais. As empresas estatais representavam a maior parte do mercado e empresas como Banco do Brasil, Petrobrás e Vale do Rio Doce demonstraram resistência no cumprimento das regras que tratavam das sociedades anônimas abertas, que são aquelas que

emitem valores mobiliários no mercado secundário. Em função das empresas estatais serem controladas diretamente pelo Ministério que indicava os membros do órgão fiscalizador e a cultura de que elas não precisam obedecer às mesmas normas que as empresas privadas tornavam o desenvolvimento e a fiscalização das regras do mercado de capitais ainda mais difíceis. Um exemplo, mesmo que posterior a Lei do Mercado de capitais, mas bastante ilustrativo é o chamado Caso da Vale ocorrido em 12 de março de 1980. Nesse episódio houve a venda de uma grande quantidade de ações da Vale do Rio Doce (98 milhões só na Bolsa Rio, sendo que a média diária era entre 3 e 7 ,milhões). A venda havia sido feita por ordem do Ministro da Fazenda Ernane Galvêas, objetivando conseguir recursos para o financiamento do programa Pró-Álcool. A CVM era vinculada ao Ministério da Fazenda e a regulamentação na época exigia um anúncio prévio nos caso de venda pelo controlador de quantidade acima da média diária. O Ministro da Fazenda justificou a operação pela necessidade de financiamento do governo e pelo lucro obtido com a venda das ações. Não havia preocupação com uma política de se criar uma cultura de respeito às normas do mercado de capitais e aos acionistas minoritários. Outro exemplo era a recusa das empresas estatais em serem auditadas por empresas de auditoria externa, norma que foi emitida pela CVM logo após a sua criação. A alegação, nesse caso, era de que as empresas estatais já passavam pelos controles dos órgãos públicos de contas.

Por fim, pode-se destacar o papel dos títulos públicos no mercado de capitais brasileiro. Até a criação dos Fundos 157 os títulos públicos representavam quase 70% dos valores negociados nas bolsas de valores brasileiras. Assim, a pequena quantidade de valores mobilizados através do mercado de capitais era consumida pelas necessidades de financiamento do próprio Estado. Ademias, como a relação entre o Estado e os detentores de títulos públicos é diversa da relação entre os detentores de valores mobiliários e as sociedades anônimas abertas o mercado foi crescendo sem a cultura de governança necessária para o seu crescimento fundado nas emissões privadas.

A crise de 1971 revelou que a criação a fórceps do mercado de capitais, sacrificando os objetivos de longo prazo e sem a criação de um conjunto de instituições e comportamentos necessários a sua evolução, não foi bem-sucedida. A

crise na bolsa teve início em junho de 1971 e continuou até 1973. Entre 1971 e 1973 o volume de negócios da Bolsa do Rio de Janeiro caiu em 86%. Após a crise o mercado de capitais continuou a ter dificuldades e, exceto pela criação da CVM e a Lei das Sociedades Anônimas em 1976, não houve grandes reformas institucionais. Posteriormente, na década de 1990 houve um renascimento do mercado de capitais. Nessa época uma das principais inovações foi o Novo Mercado, que conseguiu criar uma cultura de governança corporativa no mercado brasileiro. Porém deve-se lembrar que se trata de uma iniciativa privada em que as empresas voluntariamente aderem aos padrões exigidos. A análise desse período, entretanto, foge do objetivo desse artigo.

5. CONCLUSÃO

A formulação de uma estratégia nacional de desenvolvimento é possível e necessária, mesmo no contexto atual de globalização. Essa estratégia passa necessariamente pela escolha de um padrão de financiamento adequado, em especial de longo prazo. O Brasil até hoje não foi capaz de constituir uma fonte adequada de financiamento de longo prazo, dentre as consequências dessa incapacidade pode-se citar uma utilização exacerbada da poupança externa, que acaba por aumentar a fragilidade financeira externa do país e normalmente leva a interrupção do financiamento quando a confiança dos mercados internacionais desaparece e precipita-se uma crise no balanço de pagamentos.

Dentre as possíveis fontes de financiamento de longo prazo adequado tem-se o mercado de capitais. O mercado de capitais brasileiro era a opção de financiamento de o governo militar, que ao tomar o poder no golpe de 1964, criou o arcabouço institucional que vige, apesar de algumas alterações pontuais, até hoje. Esse arcabouço pode ser identificado inicialmente com a Lei do Mercado de Capitais.

A Lei do Mercado de Capitais não atingiu os objetivos buscados pelos *policymakers*. As falhas ocorridas podem ser creditadas em grande parte a falta de uma incapacidade dos agentes que atuavam no mercado de capitais de agir de acordo com os padrões institucionais vigentes na legislação, que não foram devidamente internalizados, além das distorções geradas pelos incentivos criados. O *boom* do

mercado de ações do período 1966-1970 foi resultado em grande parte de um crescimento artificial do mercado em função da ação governamental com a criação dos fundos 157. A crise de 1971-1972 que se seguiu levou a uma solução de continuidade nas reformas institucionais do mercado de capitais, que somente foi retomada na década de 1990.

Pode-se observar que enquanto a legislação e os incentivos governamentais foram capazes de criar um mercado de capitais de grande porte em pouco tempo eles não levaram as empresas e os investidores a analisarem as vantagens e os riscos dessa escolha. Em especial as empresas não foram capazes de se adequar ao padrão de conduta esperado no mercado de capitais imaginado pela legislação e tampouco foram cobradas ou incentivadas a tanto. A falta de uma cultura do mercado de capitais era observada em praticamente todos os agentes: as firmas preferiam o financiamento bancário para não serem obrigadas a levar em conta os acionistas e seus supostos direitos; as instituições financeiras tinham a dificuldade adicional de convencimento e educação e acabavam fazendo empréstimos ao invés de coordenar aberturas de capital; no período entre a Lei do Mercado de Capitais e a crise de 1971 o Banco Central fiscaliza o mercado sob a premissa do sigilo e não da abertura e transparência.

Portanto, conclui-se que a criação do mercado de capitais, apenas por reformas legislativas e incentivos que correspondiam a uma transferência quase forçada, não foi capaz de alterar efetivamente o comportamento dos agentes. Apesar de o governo militar ter incluído formalmente na sua estratégia de desenvolvimento a construção de um mercado de capitais eficiente, capaz de constituir-se em uma alternativa de financiamento de longo prazo, esse objetivo de longo prazo foi deixado de lado em função das questões de curto prazo e da crença na força da mudança das regras formais legais. As alterações na legislação foram obstadas pela manutenção de diversas normas de comportamento informais, que mantiveram o quadro legislativo deslocado do ambiente econômico cotidiano, minando a eficácia do conjunto institucional delineado na Lei do Mercado de Capitais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, Marcelo de Paiva *et alli* (org). (1990) **A Ordem do Progresso**: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989. Rio de Janeiro: Elsevier.

BARCELLOS, Marta & AZEVEDO, Simone (org). (2010) **Histórias do Mercado de Capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória da bolsa de valores no país. Rio de Janeiro: Elsevier & São Paulo: Bovespa.

BAUER, Monica. (1993) **O Rumo Perdido**: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

BIELSCHOWSKI, Ricardo. (1996) **Pensamento Econômico Brasileiro**: o ciclo ideológico do desenvolvimentismo. 3ª. ed., Rio de Janeiro; Contraponto.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. (2009) **Globalização e Competição**: por que alguns países emergentes têm sucesso e outros não. Rio de Janeiro: Elsevier.

CAMPOS, Roberto. (1994) **A lanterna na Popa**: memórias. 4ª. ed., Rio de Janeiro: Topbooks, 2 vols.

CARVALHO, Fernando Cardim de. (2010) Crescimento Econômico e Financiamento no Brasil. In: BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos (org). **Doença Holandesa e Indústria**. Rio de Janeiro: Editora FGV.

CARVALHOSA, Modesto. (1977) **A Nova Lei das Sociedades Anônimas**: seu modelo econômico. 2ª. ed., Rio de Janeiro: Paz e Terra.

CASTRO, A.B. de & SOUZA, F.E.P. de. (1985) **A Economia Brasileira em Marcha Forçada**. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

FAZZARI, Steven & HUBBARD, R. Glenn & PETERSEN, Bruce. (1988) Financing constraints and corporate investment. In: **Brookings Papers on Economic Activity** Vol. 1988, nº. 1, pp. 141-206

FRANCO, Gustavo. (1998) A inserção externa e o desenvolvimento. In: **Revista de Economia Política**, vol.18, nº3 (71), p. 121-147

GOLDENSTEIN, Lídia. (1994) **Repensando a Dependência**. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (1997) **A Lei das S.A.:** vol I (pressupostos, elaboração, modificações). 3ª. ed., Rio de Janeiro, Renovar.

STUDART, Rogério. Financiamento do Desenvolvimento. In: GIAMBIAGI, Fábio *et alli*. (2005) **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Elsevier.

TRUBEK, David M. (1971) Law, Planning and the Development of Brazilian Capital Market: a study of law in economic change. In: **N.Y.U. Institute of Finance Bulletin nº 72/73**, disponível em: http://www.law.wisc.edu/facstaff/trubek/pub_Law_Planning_1971.pdf

TRUBEK, David M. & VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa & SÁ, Paulo Fernandes de. (2011). **Direito, Planejamento e Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro (1965-1970)**. 2ª. ed., São Paulo: Saraiva.

VILLELA, André. Dos “Anos Dourados” de JK à Crise não Resolvida. In: In: GIAMBIAGI, Fábio *et alli*. (2005) **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Elsevier.

YAZBEK, Otavio. (2009) **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2ª. ed., Rio de Janeiro: Elsevier.