

Alguns Aspectos do Mercado de Capital no Brasil *

Murillo Carneiro de Lacerda Filho **

1. Introdução. 2. Tópicos do Mercado de Capitais antes da Lei n.º 4.728/65. 3. Instituições Financeiras. 4. Mercado de Ações. 5. Letra de Câmbio. 6. Debêntures. 7. Fundos Mútuos de Investimento. 8. Obrigações Reajustáveis do Tesouro. 9. O Decreto-lei n.º 157. 10. Tratamento Fiscal do Mercado de Capitais. 11. Conclusão.

Em um país em desenvolvimento, a propensão marginal a poupar é de capital importância, levando-se em consideração que a renda tende a se elevar de ano para ano. Se este acréscimo de renda não for investido mediante uma elevada propensão a poupar, o crescimento da economia tenderá a estabilizar-se. Deve-se pois levar em conta a importância, por um lado, do empresário, objetivando arregimentar os fatores econômicos de maneira que se torne possível a estruturação e construção de novas unidades de produção e, por outro lado, o sistema financeiro com o papel precípuo de captar e para ele canalizar as poupanças obtidas.

Mesmo num país como o Brasil, onde a poupança é escassa, essa escassez não se traduz pela efetiva ausência de poupanças, mas, especialmente, pela falta de meios para incentivá-la e transformá-la em investimentos produtivos. O que caracteriza um mercado de capitais de uma economia desenvolvida não é tão somente o volume de transações realizadas, mas a

* Este artigo foi escrito em outubro/novembro de 1968; não foram levados em consideração as últimas alterações ocorridas na legislação brasileira sobre mercado de capitais.

** Economista do Centro de Estudos Fiscais, do Instituto Brasileiro de Economia — FGV.

existência de uma pluralidade de papéis quanto às suas espécies e formas de rentabilidade. Essa pluralidade, essa variedade, essa diversificação representa maior garantia para os inversores e maior estabilidade para o mercado.

QUADRO I
Formação Bruta de Capital Fixo

Ano	Govêrno federal %	Empresas públicas e mistas federais %	Total %
1947	14,5	2,6	17,1
1948	22,5	2,9	25,4
1949	26,5	2,5	29,0
1950	28,4	1,7	30,1
1951	20,3	1,2	21,5
1952	19,1	1,2	20,3
1953	21,1	2,5	23,6
1954	19,8	5,0	24,8
1955	21,0	4,7	25,7
1956	19,0	2,8	21,8
1957	27,5	5,8	33,3
1958	28,9	7,2	36,1
1959	23,2	9,5	32,7
1960	28,0	11,4	39,4
1961	24,8	14,3	39,1
1962	25,2	13,4	38,6
1963	23,3	11,2	34,5
1964	25,3	9,2	34,5
1965	29,9	16,2	46,1
1966	26,1
1967	30,7

Fonte: Fundação Getúlio Vargas — IBRE.
Centro de Estudos Fiscais e Centro de Contas Nacionais.

A manutenção e o fortalecimento do sistema de livre iniciativa no Brasil dependem da capacidade da empresa em se expandir em ritmo não inferior ao do setor público. No Brasil, isto não vem ocorrendo como ressalta o quadro anterior.

Nesse plano, toda iniciativa objetivando incrementar a capacidade de negócio de uma empresa, em termos de produção e de venda, gera conseqüentemente uma necessidade de obter capital que se refletirá na curva da procura, quer se trate de um projeto de novas instalações, quer se trate de aumento do volume de produção e de venda. Por outro lado, a oferta

de capital, de um modo geral, é regulada pelas opções de conjuntura, salientando-se duas alternativas básicas: inversões permanentes de participação de capital da empresa (a eficiência marginal do capital) e, financiamento, sob a forma de operações de crédito. Cada uma dessas alternativas constitui uma determinante indutiva do investimento, que por sua vez, atende à procura de capital. A primeira alternativa é motivada pela remuneração do capital investido segundo uma taxa projetada de lucro. Na segunda alternativa, a determinante é a taxa de juro.

2. Tópicos do Mercado de Capitais Antes da Lei N.º 4.728/65

O desenvolvimento econômico do País aumentando o grau de capitalização nas várias camadas da população, levou os inversores a aplicarem suas poupanças a princípio em depósitos nos estabelecimentos bancários e, mais tarde, em imóveis, porque com o início do processo inflacionário, estes ofereciam rentabilidade superior à taxa de desvalorização monetária.

De uma maneira geral, com a expansão da taxa de inflação em que os créditos a médio e longo prazo deixaram de ser oferecidos pelos bancos, a oferta de fundos para resgate em períodos a longo prazo tornou-se quase inexistente. Com as altas taxas de inflação registradas tornou-se impossível equilibrar a oferta e a procura de crédito, levando-se em consideração que as taxas de juros pagas aos depositantes raramente ultrapassam a 6% ao ano, enquanto que, pelo outro lado, os mutuários tiveram suas taxas consideravelmente aumentadas, pois os Bancos criaram os mais variados artifícios para ultrapassar o teto legal de 12% ao ano. Dentro desses artifícios podemos citar os juros cobrados por fora, a sobrecarga de comissões bancárias e as contas vinculadas, sendo que esses dois últimos, associados, elevaram o custo do dinheiro bem acima das aparências, chegando mesmo a 4% ao mês. Essa diferença entre as taxas cobradas e as taxas pagas criaram distorções no sistema, fazendo com que diminuíssem o volume de depósitos a prazo, obrigando o Banco Central a baixar a Resolução 31 de 30-6-66, autorizando os bancos a abonarem juros acrescidos de correção monetária sobre depósitos do público a prazo. Já com os depósitos a vista o mesmo não aconteceu, pois os indivíduos e as empresas não podiam dispensar seus encaixes de movimento e os bancos continuavam a ser o melhor lugar para guardá-los. O quadro seguinte mostra como evoluíram os depósitos a vista e a prazo, entre 1951 e 1967, nos bancos comerciais, em termos nominais e em termos reais.

QUADRO II

Taxas de Juros Bancários Máximos Permitidos

Período	Depósitos a vista			Depósitos a prazo	
	S/limite %	Limitados %	Populares %	A prazo fixo %	Aviso prévio %
30/07/51 a 17/05/53	3,0	4,5	5,0	5,5	5,0
18/05/53 a 21/02/54	3,0	5,0	5,0	6,0	6,0
22/02/54 a 14/10/54	livre	livre	livre	livre	livre
15/10/54 a 22/12/54	3,0	5,0	5,0	6,0	5,0
23/12/54 a 19/02/64	3,0	6,0	6,0	6,0	6,0
20/02/64 a 27/01/66	3,0	6,0	6,0	6,0	6,0
28/01/66	0	3,0	3,0	3,0	5,0

Depósitos limitados: As taxas são as permitidas para os menores limites autorizados no período, para os quais as taxas eram superiores.

Depósitos populares: Prazo fixo — Taxas para depósitos de 12 meses.

Fonte: Instruções e Circulares da SUMOC e Resoluções e circulares do Banco Central.

QUADRO III

(Saldos em Cr\$ Milhões)

Ano	Depósitos em cruzeiro corrente				Índice geral dos preços p/ atacado	Depósito em cruzeiros reais	
	A vista	A prazo	Total	%		A vista	A prazo
1951	52,2	16,9	69,1	24,4	82,5	63,3	20,5
1952	60,3	16,9	72,2	23,4	90,4	66,7	18,7
1953	71,2	17,7	88,9	19,9	113,2	62,9	15,6
1954	84,9	20,4	105,3	19,3	140,3	60,5	14,5
1955	102,4	19,8	122,2	16,2	153,5	66,7	12,9
1956	126,6	21,1	147,7	14,3	192,9	65,6	10,9
1957	176,1	24,3	200,4	12,1	199,4	88,3	12,2
1958	216,1	25,8	241,9	10,6	255,0	84,7	10,1
1959	321,6	30,8	352,4	8,7	347,1	92,7	8,9
1960	438,2	47,4	485,6	9,8	460,8	95,1	10,3
1961	610,8	55,2	666,0	8,3	691,6	88,3	8,0
1962	1 037,7	56,3	1 094,0	5,1	1 037,0	100,0	5,4
1963	1 703,9	89,4	1 793,3	5,0	1 886,0	90,3	4,7
1964	3 069,6	148,3	3 217,9	4,6	3 645,0	84,2	4,1
1965	5 799,7	241,7	6 041,4	4,0	4 676,0	124,0	5,2
1966	6 191,9	712,1	6 904,0	10,3	6 425,0	96,4	11,1
1967	9 622,0	1 193,5	10 815,5	11,0	7 881,0	122,1	15,1

Os dados anteriores demonstram que as autoridades monetárias não consideraram a conjuntura inflacionária em relação aos juros pagos aos depósitos bancários. Baseando-se na Lei da Usura como ponto de referência, os bancos utilizaram os mais variados artifícios para ultrapassar a taxa legal na concessão de crédito a seus clientes, embora as taxas pagas aos depósitos não merecessem o mesmo tratamento. Observa-se que no ano de 1954 as taxas máximas foram liberadas deixando-se que o mercado as fixasse tão elevadas quanto fôsse necessário, porém, que nunca ultrapassassem os 12% legais da Lei da Usura.

A transformação estrutural experimentada pela economia brasileira na década de 50, paulatinamente abriu perspectivas para outra fonte de absorção de economias: títulos públicos.

O desenvolvimento da inflação, corroendo o principal e os juros, mais os hábitos do governo de mau pagador e a tradição de não resgatar devidamente suas obrigações abalou a confiança do público neste tipo de papel.

QUADRO IV

Transações Efetuadas nas Bólsas de Valores do Rio e São Paulo
(Cr\$ 1.000,00)

Anos	Títulos públicos	Títulos privados	Anos	Relação percentual do movimento	
				Títulos públicos	Títulos privados
1953	1.840	2.074	1953	47,0	53,0
1954	3.408	2.379	1954	58,9	41,1
1955	2.251	2.723	1955	45,3	54,7
1956	1.812	3.999	1956	31,2	68,8
1957	2.235	2.793	1957	44,4	55,6
1958	4.174	3.392	1958	55,2	44,8

Os investidores orientaram-se posteriormente na aquisição das Letras de Importação cujo principal objetivo de sua emissão foi o de controlar o volume de importações para fazer face aos *deficits* do balanço de pagamentos. A Instrução n.º 204, da SUMOC de março de 1961, que extinguiu as licitações para as mercadorias da categoria geral, criou as Letras de Importação, que eram obrigatoriamente tomadas pelos importadores, na

proporção idêntica ao do custo dos dólares adquiridos para a compra de mercadorias estrangeiras.

Em razão da rotatividade de tais obrigações, uma vez que eram emitidas para resgate a prazos de 120, 150 e 180 dias, o volume de suas emissões tornou-se expressivo, constituindo-se em outra fonte de absorção de poupanças com elevada rentabilidade.

Em 1961 o volume destes papéis emitidos somaram a Cr\$ 99,3 milhões, que adicionado ao montante das de exportação atingiram aproximadamente Cr\$ 136,1 milhões.

Paralelamente às Letras de Importação e Exportação desenvolvia-se outro instrumento de captação de poupanças: as Letras de Câmbio que se constituíram em um engenhoso mecanismo destinado a contornar os obstáculos legais que determinavam o congelamento da taxa de juros.

Na obtenção de linha de crédito a médio prazo através das Letras de Câmbio floresceu o mercado paralelo, que danosas conseqüências trouxe para a poupança privada.

A descapitalização do setor empresarial e o desencorajamento da poupança pela inflação fizeram com que se tornasse necessária a organização do mercado de capitais com vistas a atender o sistema financeiro como imperativo ditado por uma economia em evolução.

3. Instituições Financeiras

O desenvolvimento do processo inflacionário, conjugado com as restrições impostas pela Lei de Usura, foram fatores determinantes para a expansão das instituições financeiras.

Em virtude da dificuldade do sistema bancário oferecer crédito a médio e longo prazo, coube a estas instituições atenderem o mercado a médio prazo.

O desenvolvimento industrial do País nos últimos vinte anos acentuou-se na procura de crédito a médio prazo, cuja oferta não pode ser satisfeita pelos bancos comerciais.

Foi com o Decreto-lei n.º 7.583, de 25-5-45, que surgiu no Brasil a primeira referência às Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento, que ficaram subordinadas à SUMOC, com o papel precípua de regulamentar o seu funcionamento.

A portaria ministerial n.º 88, de 8-6-45, regulou as atividades destas instituições, mas somente em 30-11-59, com o advento da portaria n.º 309 do Ministério da Fazenda, é que se regulamentou de fato a constituição, funcionamento e atribuições dessas Sociedades, bem como o regime de sua fiscalização. Esta portaria definiu e disciplinou os seguintes tipos de Sociedades:

- a) Sociedades de Crédito e Financiamento com o objetivo de suprir créditos a médio e longo prazo;
- b) Sociedades de Investimento, operando no mercado de valores imobiliários, e administrando Fundos Mútuos de Investimento;
- c) Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento, embora praticando as operações reservadas às duas acima citadas, suas operações são quase que exclusivamente dedicadas à concessão de créditos a médio prazo.

3.1. Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento

As Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento cabe relevante papel complementar na dinamização do processo de desenvolvimento do país. Pela natureza das funções que exercem e pelos tipos de operações que praticam, integram o sistema de crédito e atuam paralelamente aos bancos comerciais.

Estas instituições se organizam sob a forma anônima e dependem de autorização governamental para funcionar, bem como estão sujeitas à fiscalização do Banco Central do Brasil. A autorização para funcionamento das Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento, é em função das suas áreas de ação e da localização de suas sedes ou dependências, respeitando os seguintes limites de capital: para os estados da Guanabara e de São Paulo Cr\$ 2.000.000,00; para os estados de Minas Gerais, Paraná e Rio Grande do Sul Cr\$ 1.200.000,00; para os estados do Espírito Santo, Rio de Janeiro e Santa Catarina Cr\$ 800.000,00; para o Distrito Federal, demais estados e territórios Cr\$ 500.000,00.

Estas instituições financeiras devem especificar nos seus estatutos os limites da área geográfica de atuação dentro da qual poderá fazer a captação e a aplicação de seus recursos.

As sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento têm por objetivo praticar operações que se relacionem com a concessão de crédito, no período de 6 a 24 meses.

As principais operações relacionadas a estas entidades são:

1. Transações sob contratos de mútuo, financiamento de compra ou venda, garantidos por qualquer dos meios admitidos na praxe bancária, exceto a caução de certificados de fundos instituídos pela própria sociedade, pelas sociedades congêneres ou pelas de investimentos.
2. Negociações de títulos de crédito, como duplicatas, notas promissórias e letras de câmbio. O desconto também é permitido; o redesconto é proibido.
3. Participação em determinadas operações, de interesse de outras empresas.
4. Financiamento de exportação ou importação de mercadorias.
5. Prestação de aceite ou aval em operações comerciais.

A empresa financiada assina com a Sociedade de Crédito e Financiamento um contrato de abertura de crédito em conta corrente; esta, em vez de cumprir em dinheiro as prestações por ela devidas em cada saque ou solicitação de fundos pela creditada, o faz mediante a aposição de aceite ou aval nos títulos de emissão da financiada. Esses instrumentos de crédito, que geralmente são letras de câmbio, depois de aceitas pelas empresas financeiras, são distribuídas por elas ao mercado financeiro.

Os recursos provenientes desta venda são transferidos pela empresa creditora à creditada, cumprindo-se, desta forma, a operação de financiamento.

A Portaria 309, de 30-11-59, estabeleceu que estas entidades não podem realizar operações ativas por prazo inferior a seis meses, inclusive as de negociação ou recebimento de garantia de títulos cambiários. Proíbe, também, a realização de operações passivas de natureza exigível, prazo inferior a doze meses incluindo depósitos de acionistas e operações com fundos. As operações passivas de qualquer natureza não podem ultrapassar, em valor, 15 (quinze) vezes a soma do capital realizado e reservas, bem como fazer aplicações, com a responsabilidade direta de um mesmo cliente, superiores a 5% do montante global dessas aplicações, nem permitir que a média das aplicações, por cliente, ultrapasse dois e meio por cento desse montante. Excetua-se os casos, porém, em que poderão aplicar 10% do total das aplicações desde que a responsabilidade de cada um dos sacados dos títulos entregues em garantia não ultrapassem 2% do valor das garantias recebidas para a totalidade dos contratos vigentes e 25% do total

das aplicações no caso de operações em que as respectivas letras de câmbio sejam sacadas pelas firmas vendedoras, na qualidade de interveniente-sacadoras, desde que o crédito concedido a cada cliente da vendedora não ultrapasse cinco centésimos por cento do total da aplicação.

Pela Resolução 77 e Resolução 85 as operações de financiamento de crédito ao consumidor ou usuário final, deveriam atingir pelo menos 50% do total das operações realizadas pelas Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento, devendo ter um incremento mínimo de 10% ao fim de cada trimestre. Tais operações tinham como objetivo a diversificação e a diluição dos riscos, o que proporcionaria maior segurança e tranquilidade. A segurança e a liquidez de tais operações levaram estas sociedades a um esforço maior no sentido de alcançarem o mínimo exigido de 50%.

Posteriormente, pela Resolução 103, estabeleceu-se que as operações de crédito direto ao consumidor por parte das sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento deveriam atingir a seguinte participação no total das suas operações:

- 60% até 31-12-68
- 70% até 31- 3-69
- 80% até 30- 6-69
- 90% até 30- 9-69
- 100% até 31- 2-69

QUADRO V

Percentual de Crédito ao Consumidor sôbre o Total de Aceites (por Estados)

Estados	A		B	
	Total de aceites	Crédito ao consumidor	Percentual B/A	
São Paulo	1 321.677	837.735	63%	
Guanabara	878.126	425.425	48%	
Minas Gerais	341.896	154.162	45%	
Rio Grande do Sul	223.127	133.937	60%	
Demais estados	227.637	97.972	43%	
Sistema	2.983.466	1.649.232	55%	

Fonte: Balancete de 1968 — Banco Central — GEMEC

QUADRO VI

Percentual de Crédito Direto ao Consumidor sobre o Total de Aceites (por Estados)

Estados	Total de aceites	Crédito ao consumidor	Percentual B/A
São Paulo	2.132.555	1.826.761	85%
Guanabara	1.012.851	813.471	80%
Minas Gerais	315.339	176.988	55%
Rio Grande do Sul	198.440	172.761	86%
Demais estados	329.753	286.835	86%
Sistema	3.988.938	3.276.816	82%

Fonte: Balancete de 5-9-69 — Banco Central — GEMEC/SUBES

QUADRO VII

Balanco Consolidado do Sistema
Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento
(Em Cr\$ 1 mil)

	São Paulo	Guanabara	Minas Gerais	Rio Grande do Sul	Demais estados	Brasil
Ativo						
<i>Total do disponível</i>	76.273,33	41.485,01	19.367,31	19.503,03	24.999,78	181.628,46
Capital a realizar	9.433,53	4.016,76	1.206,35	400,00	1.178,88	16.235,52
Aceites — Cap. giro	516.993,41	357.155,39	201.752,97	43.293,01	59.053,18	1.178.247,96
Aceites — Consumidor	1.563.836,18	666.245,03	233.575,33	210.655,69	279.057,22	2.953.369,45
Finame	82.587,25	44.847,55	12.371,77	32.803,54	12.290,82	184.900,93
Titulos e valores mobiliários	71.472,05	42.257,75	5.645,07	18.205,76	8.157,48	145.738,1
Demais operações	423.223,60	168.138,21	58.843,68	47.932,28	150.175,31	848.313,0
<i>Total realizável</i>	2.667.546,02	1.282.660,69	513.395,17	353.290,28	509.912,89	5.326.805,0
<i>Total de imobilizado</i>	40.907,04	45.136,03	9.536,79	7.407,71	10.005,95	112.993,55 ₁
<i>Total resultado pendente</i>	—	—	—	—	—	—
Passivo						
Cap. registrado	240.913,49	118.334,50	49.094,00	30.978,04	56.926,05	495.145,58
Aumento de capita	40.325,04	10.162,97	6.188,00	17.081,00	11.287,66	85.044,67
Reservas	49.750,42	21.184,22	14.573,49	5.932,04	7.928,11	99.368,28
Fundos	4.210,11	2.258,99	471,52	424,60	3.826,18	11.191,40
<i>Total do não-exigível</i>	335.199,06	151.940,18	71.227,01	54.415,68	79.968,00	692.749,9 ³
Aceites cambiais	2.036.515,74	980.030,22	415.898,20	264.621,54	352.828,10	4.049.913,80
Finame	52.944,51	42.832,03	14.937,58	19.598,87	13.478,99	143.791,98
C/correntes vinculadas	19.560,07	27.225,52	2.927,56	495,33	6.099,62	56.308,60
Demais operações	247.997,19	103.714,26	36.913,31	31.798,86	120.902,00	541.325,62
<i>Total exigível</i>	2.357.037,51	1.153.802,03	470.676,65	316.515,10	493.308,71	4.791.340,80
<i>Total de resultados pendentes</i>	79.541,64	24.454,18	9.569,23	13.025,06	14.997,57	141.587,60

3.2. Sociedades de Investimento

As sociedades de Investimento foram criadas pela Portaria 309 de 1959 com o objetivo de operar no mercado de valores mobiliários.

Estas entidades têm sempre a forma anônima e suas ações são nominativas ou nominativas endossáveis (Lei n.º 4.728, art. 49, § 2).

No seu estatuto deve constar sempre a delimitação da área geográfica dentro da qual fará a captação e a aplicação de seus recursos, e os capitais mínimos, para concessão de autorização para funcionamento, serão assim distribuídos: para os estados da Guanabara e São Paulo Cr\$ 500.000,00; para os estados de Minas Gerais e Rio Grande do Sul Cr\$ 300.000,00; para os estados do Espírito Santo, Rio de Janeiro e Santa Catarina Cr\$ 200.000,00; para o Distrito Federal, e demais estados e territórios Cr\$ 125.000,00.

Ressalvadas outras disposições referentes à Portaria 309, é facultado a essas entidades as seguintes operações:

- a) participação no capital social de outras empresas, sem intenção de controle ou especulação;
- b) aquisição por conta própria ou de terceiros, mediante constituição de fundos ou não, de títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, de obrigações e letras do tesouro, bem assim, de ações, partes beneficiárias, debêntures, letras hipotecárias e certificados de participação regularmente emitidos;
- c) cobrança e pagamento de juros, dividendos e bonificações custódia e resgate de títulos com que operar;
- d) garantia de subscrição (*underwriting*) de ações e debêntures emitidos por outras empresas, como também realização de recebimentos, pagamentos ou adiantamentos relativos à garantia ou à própria subscrição;
- e) idênticas operações realizáveis pelas Sociedades de Crédito e Financiamento, até o montante dos seus recursos próprios (capital realizado e reservas livres) desde que atenda às exigências de diversificação.

Dentre as operações que são vedadas às Sociedades de Investimento pode-se citar:

- a) realizar operações de financiamento;
- b) participar de operações de desconto, mesmo como simples coobrigado;

- c) praticar operações de crédito real;
- d) transacionar com imóveis não necessários ao uso direto pela Sociedade, excetuando-se o caso daqueles recebidos em pagamento de dívidas preexistentes, hipótese em que deverão ser alienados dentro de doze meses da respectiva aquisição;
- e) receber em depósitos dinheiro de terceiros que não sejam acionistas ou proprietários de ações nominativas.

Básicamente, uma Sociedade de Investimentos representa uma associação de pessoas físicas ou jurídicas que reúnem fundos disponíveis ou títulos, com o objetivo de formar uma Carteira de Valores mobiliários entregues à administração de pessoal especializado, a fim de que isso produza lucros.

3.3. Sociedades Corretoras

As Sociedades Corretoras foram criadas pela Resolução 38, de 1966, podendo estas instituições funcionar sob as formas de sociedades anônimas, firmas individuais ou sociedades por cotas de responsabilidade limitada.

As Sociedades Corretoras podem ser membro de mais de uma Bólsa de Valores bem como seu capital mínimo é igual a uma vez e meia o valor nominal dos títulos patrimoniais que adquirirem.

As principais operações relacionadas às Sociedades Corretoras são:

- a) compra, venda e distribuição de títulos e valores mobiliários, por conta ou de terceiros;
- b) operações com exclusividade em Bolsas de Valores, de títulos e valores mobiliários de negociação autorizada podendo estas operações serem à vista ou a termo;
- c) formar e gerir, como líder ou participante, de consórcio para lançamento público (*underwriting*), bem como para compra ou revenda de títulos e valores mobiliários e ainda encarregar-se de sua distribuição e colocação no Mercado de Capitais;
- d) encarregar-se da administração de carteiras de valores e da custódia de títulos e valores mobiliários;
- e) incumbir-se da transferência e da autenticação de endossos, de desdobramento de cautelas, de recebimento e pagamento de resgates, juros ou dividendos de títulos e valores mobiliários;

- f) encarregar-se da subscrição de títulos e valores mobiliários, prestar serviços técnicos nesse sentido e exercer funções de agente fiduciário por ordem de terceiros;
- g) operar em conta-corrente com seus acionistas não movimentáveis por cheque, administrar recursos de terceiros destinados a operações mobiliárias e financiar a liquidação das operações realizadas por conta de seus comitentes;
- h) promover o lançamento de títulos e valores mobiliários públicos e privados;
- i) instituir, organizar e administrar fundo mútuo de investimento sob a forma de condomínio aberto, destinados a coletar e aplicar numerário em títulos e valores mobiliários;
- j) organizar fundos de investimento, sob a forma de Sociedade de capital autorizado, para aplicação em títulos e valores mobiliários, bem como encarregar-se de sua colocação.

Para que a Sociedade Corretora possa exercer estas duas últimas operações exige-se um capital mínimo de Cr\$ 150.000,00.

3.4. Sociedades de Crédito Imobiliário

As Sociedades de Crédito Imobiliário foram criadas pela Lei n.º 4.380 de 21-8-64, porém só com a Resolução n.º 20, de 4-3-66 do Banco Central, deu-se sua criação efetiva. O objetivo da criação destas instituições financeiras foi proporcionar amparo financeiro a operações imobiliárias relativas à incorporação, construção, venda ou aquisição de habitação. A Lei n.º 4.380 tentou retomar o reinício da construção civil, pois a inflação, juntamente com o antigo sistema de inquilinato, promoveram a fuga de capitais deste ramo. Com a inflação, o setor imobiliário foi aquele que mais sofreu, tendo como consequência a não-absorção da mão-de-obra, sendo que em 1964, 34% dos empregados industriais se dedicavam ao ramo da construção civil.

Antes da inflação, havia as sociedades de Capitalização que financiavam obras com juros pouco acima dos juros bancários e a longo prazo. Com o aumento inflacionário e apesar dos subterfúgios existentes conseguidos pelo sistema bancário para fugir à Lei de Usura, a taxa de juro real tornou-se negativa tendo como consequência o desaparecimento dessas Sociedades. Passou a existir então o que se pode chamar de financiamento negativo, isto é, o financiamento feito através de condomínios, onde o comprador do imóvel era quem financiava a obra.

A primeira redação da Lei n.º 4.380 era praticamente inexecutável, pois, obrigava as letras imobiliárias a serem corrigidas pelo índice do custo de vida, enquanto que o financiado tinha os seus reajustes feitos na base do aumento do salário-mínimo, criando uma diferença entre as operações ativas e passivas nas Sociedades Imobiliárias. Isto foi corrigido através das Leis n.º 4.864 e n.º 5.409. Estas duas leis estabeleceram três planos respectivamente denominados Plano A, Plano B e Plano C.

Plano A, o financiamento é corrigido anualmente e na ocorrência de um aumento do salário-mínimo.

Plano B, por sua vez, corrigido trimestralmente e na base da correção monetária.

Finalmente o Plano C, corrigido anualmente na base do salário-mínimo, porém através de um Dissídio Coletivo. Dá-se ao devedor o direito de escolher o plano, bem como, se desejar, pode trocá-lo. Os Planos A e C podem ser prolongados devido ao prazo de reajuste, mas este aumento não deve ser superior a 50% (cinquenta por cento). Caso ultrapasse este limite o BNH mantém um fundo que pagará a diferença.

A Resolução do Conselho de Administração do BNH, de n.º 39/69, instituiu o Plano de Equivalência Salarial, substituindo a correção monetária no pagamento dos empréstimos habitacionais. Este sistema tem por base a revisão tanto das prestações como do saldo devedor dos empréstimos somente quando ocorrer cada uma das revisões do salário-mínimo. Por outro lado as letras imobiliárias continuarão a remunerar seus possuidores com juros e correção monetária calculada trimestralmente de acordo com os índices de aumento de preço. Um fundo especial do BNH arcará com a diferença tornando compatível o sistema.

As operações ativas dessas Sociedades podem ser classificadas em duas categorias:

- 1.º financiamento para construção;
- 2.º financiamento para aquisição.

O financiamento para construção destina-se:

- a) ao empresário, financiando 60% (sessenta por cento) ao custo de venda do imóvel ou 100% (cem por cento) do custo de construção;
- b) para aqueles que formam um condomínio, isto é, número de pessoas que pedem emprestado sem a interveniência do construtor;

- c) para impactos de emergência — ajuda àquelas obras que estão paradas;
- d) RECOM (Fimaco) êste financiamento não tem limitação e só pode financiar o material de construção;
- e) REGIR — para financiamento de capital de giro;
- f) Reinvest — para financiamento de capital fixo.

O financiamento para aquisição destina-se a financiar a compra de apartamentos prontos com menos de seis meses de *habite-se*, bem como proporcionar financiamento a inquilinos. O financiamento ao inquilino não é pago em dinheiro e sim, parte em letras imobiliárias com prazo para resgates em dez anos e parte em conta vinculada, destinada a aquisição de outro apartamento.

O principal instrumento das Sociedades de Crédito Imobiliário é a letra imobiliária. Êsses títulos são encontrados sob duas formas: Tipo C e D. A letra imobiliária do tipo C foi a que teve até agora melhor acolhida. Êsse papel distinguiu-se em virtude de certas características próprias, tais como a expressão de seu valor em cruzeiros, prazo de três anos e recebimento trimestral dos rendimentos proporcionados ao tomador. Devido ao prazo longo, tôdas as Sociedades de Crédito Imobiliário oferecem liquidez imediata, enquanto que por lei existe a obrigação de um aviso prévio de sessenta dias. Outras causas podem ser apontadas como responsáveis pelo sucesso de tal colocação, isto é, a rentabilidade (juros de 8% a.a. + correção monetária) e a segurança (todos os títulos têm garantia do BNH).

As Letras Imobiliárias oferecem vantagens fiscais como a isenção do impôsto de renda sôbre a correção monetária e juros, bem como o abatimento de 30% (trinta por cento) no impôsto de renda.

A Caderneta de Poupança que oferece rentabilidade (juros de 6% a.a. + correção monetária) e garantia de até 400 vêzes U.P.C. ¹ (A Caderneta é nominativa, permitindo-se o reinvestimento.) é outro instrumento das Sociedades de Crédito Imobiliário.

Pelo Decreto-lei n.º 70 de 21-11-68 foi criado mais um instrumento para as Sociedades de Crédito Imobiliário. Trata-se da Cédula Hipotecária. Êste título se diferencia da Letra Imobiliária pelo fato de estar ligado

¹ Unidade-Padrão de Capital, correspondente a dez mil cruzeiros, com o poder aquisitivo do cruzeiro em fevereiro de 1964. O valor em cruzeiros correntes da U.P.C. será reajustado semestralmente com base nos índices do Ministério do Planejamento.

a hipoteca de um imóvel específicos. Sua rentabilidade é de 10% (dez por cento) mais correção monetária, e as operações têm um seguro de crédito que cobre 95% (noventa e cinco por cento) das mesmas.

Torna-se difícil uma análise sobre os resultados obtidos por estas Sociedades, pois só com o tempo é que poderão sedimentar-se e dar resultado certas medidas complementares, como no caso do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço e de sua mecânica de aplicação segundo o BNH.

Utilizando levantamentos efetuados em dez./67, jun./68 e jun./69, a tabela abaixo pode comprovar a evolução, por Estados, no total de letras imobiliárias emitidas pelas sociedades de crédito imobiliário.

Evolução verificada no total de letras imobiliárias no período de dez./67 a jun./69.

QUADRO VIII

Evolução Verificada no Total de Letras Imobiliárias no Período de dez. 67 a Jun. 69
(Em Cr\$ 1 mil)

Estados	Dezembro/67	Junho/68	Junho/69	Evolução	Evolução %
	Observado	Observado	Observado		
São Paulo	48.908	79.967	181.897	132.989	275%
Guanabara	24.395	41.803	97.724	73.329	304%
Rio Grande do Sul	24.541	57.507	67.056	42.515*	175%
Pernambuco	4.327	22.587	61.468	57.141	1.425%
Demais	3.132	13.992	48.630	45.498	1.500%
Brasil	105.305	215.857	456.775	351.470	334%

Fonte: Banco Central — GEMEC/SUBES

* Explica-se o pequeno incremento ocorrido no montante das letras imobiliárias no Estado do Rio Grande do Sul, em face de uma das expressivas sociedades de Crédito Imobiliário daquele Estado ter entrado em liquidação extrajudicial.

3.5. Bancos de Investimento e Desenvolvimento

3.5.1. Banco de Investimento

São instituições que se destinam a acelerar o desenvolvimento econômico pelo oferecimento de capital, capacidade empresarial e orientação técnica e administrativa ao setor privado da economia, a prazos médios e longos.

Representam a criação da Lei do Mercado de Capitais, n.º 4.728/65, nos seus artigos 29, 30, 31 e 50. Coube à Resolução 18/66 do Banco Central, discipliná-los de forma mais ampla.

Caracterizam-se pela forma de sociedade anônima com tôdas as ações nominativas, endossáveis ou não.

A autorização para funcionamento de novos bancos privados de investimentos ou desenvolvimento será concedida pelo Banco Central em função das áreas de ação e da localização de suas sedes ou dependências. O estatuto social é que delimitará a área geográfica de atuação da sociedade, dentro da qual se fará a captação e a aplicação de seus recursos.

O capital social em função de sua localização se distribui em três regiões distintas:

1.^a região: compreende o norte e nordeste até o estado de Alagoas e mais Mato Grosso e Goiás, no centro oeste, Cr\$ 5.000.000,00;

2.^a região: compreende as zonas leste e sul, os estados de Sergipe, Bahia, Minas Gerais, Espírito Santo, Rio de Janeiro, Paraná, Santa Catarina, Rio Grande do Sul e Distrito Federal, Cr\$ 10.000.000,00;

3.^a região: constituída pelos estados da Guanabara e São Paulo Cr\$ 15.000.000,00.

A fixação de níveis variáveis para o capital mínimo destas instituições financeiras, de acôrdo com a área geográfica de operação, teve o objetivo de estimular a regionalização. A estas entidades permite-se as seguintes operações ativas:

a) FINANCIAMENTOS

OPERAÇÕES DE CRÉDITO A PRAZO LONGO: CAPITAL FIXO

Empréstimos a prazo mínimo de um ano para financiamento de capital fixo: instalações de novas indústrias, aumento de capacidade instalada, aquisição de máquinas, equipamentos e elaboração de projetos.

Estas operações são decididas após análises do projeto de empreendimento a ser financiado, demonstrando os seguintes elementos:

1. existência de mercado para os bens ou serviços a serem produzidos;
2. exequibilidade e rentabilidade da exploração de empreendimento;
3. Viabilidade do esquema de financiamento proposto e segurança da disponibilidade dos demais recursos previstos;
4. capacidade de mutuário para pagar os encargos do financiamento.

b) OPERAÇÕES DE CRÉDITO A PRAZO CURTO: CAPITAL DE GIRO

Empréstimos a prazo não inferior a um ano de capital de movimento, inclusive para financiamento da produção e embarque de bens destinados a exportação:

1. financiamentos de inventários da venda, amortizações do passivo corrente;
2. penhor mercantil ou caução de efeitos comerciais;
3. desconto com cobrança vinculada;
4. abertura de crédito com aceite cambial e garantia de efeitos comerciais ou penhor de mercadorias ou de matérias-primas.

c) OPERAÇÕES DE CRÉDITO A PRAZO CURTO E MÉDIO

1. financiamento da venda e prestação de bens duráveis, ao consumidor final;
2. contrato de venda com o comprador, interveniência do vendedor, abertura de crédito com aceite cambial, garantias colaterais e alienação judiciária.

d) OUTRAS OPERAÇÕES ATIVAS

1. aquisição de ações, obrigações e quaisquer outros títulos ou valores mobiliários, para investimentos ou revenda no mercado de capitais;
2. repasse de empréstimos, obtidos no exterior;
3. emissão e atos de registros ou averbação de ações e obrigações nominativas, ou nominativas endossáveis;
4. administração de carteira, custódia e recebimento de rendimento de títulos ou valores mobiliários.

e) EMISSÕES DE CAPITAL

Instrumento de captação de poupança:

1. Ações ordinárias e preferenciais;
2. debêntures conversíveis e partes beneficiárias;
3. quotas de capital e contas de participação;
4. títulos públicos.

Colocação no mercado de capitais:

2. subscrição compulsória;
2. subscrição compulsória;
3. incentivos fiscais e *underwriting*.

Em subscrição ou garantia de subscrição de ações para revenda uma só empresa não poderá elevar o total das ações de sua propriedade a mais 40% do capital realizado e das reservas livres do banco.

Quanto às operações passivas, as principais se resumem:

1. depósitos com cláusula de correção monetária de prazo fixo não inferior a 18 meses;
2. colocação ou distribuição, no mercado de capitais, de títulos cambiários e debêntures com a coobrigação do banco;
3. venda de cotas de fundo de investimento, administrada pelo banco.

São vedados aos Bancos de Investimento receberem depósitos à vista ou movimentáveis por cheque.

3.5.2. Bancos de Desenvolvimento

Objetivando estabelecer a distinção entre Bancos de Investimento de natureza privada e de Desenvolvimento, a Resolução 93, de 26-6-68, estabeleceu que os bancos estaduais ou interestaduais de Desenvolvimento adotem obrigatoriamente a expressão Banco de Desenvolvimento, no caso de ser isolado o nome da instituição, e Banco Regional de Desenvolvimento, no caso de controle conjunto por mais de um estado.

Os bancos de desenvolvimento são organizados sob a forma de sociedade anônima, cujas ações são nominativas, podendo ser endossáveis ou não, cabendo ao estado obrigatoriamente a participação majoritária no capital social.

Estas entidades operam exclusivamente com clientes localizados em sua área estadual ou regional, cabendo em casos excepcionais sua atuação fora de suas áreas, mediante manifestação prévia do Banco Central.

A estas instituições cabe praticar as seguintes operações ativas, como concessão de créditos a médio e a longo prazo:

1. empréstimo para financiamento de capital fixo;
2. empréstimo de capital de movimento;

3. empréstimo para elaboração de projetos industriais ou rurais;
4. participar mediante subscrição de ações e debêntures conversíveis em ações, no capital social de outras empresas;
5. prestação de garantias em empréstimos contraídos no País e no exterior;
6. repasse de empréstimos obtidos no País e no exterior;
7. participação em consórcio de instituições financeiras que operem no mercado a médio e longo prazo para projetos específicos.

Quanto a suas operações passivas, não poderão obter redescontos mas somente operar com recursos de terceiros provenientes de:

1. depósitos com ou sem correção monetária, de prazo fixo não inferior a 12 meses, sendo vedada sua movimentação com ou sem emissão de certificados de depósitos;
2. repasses financeiros de recursos obtidos no País;
3. empréstimos contraídos no exterior;
4. empréstimos contraídos no País, com ou sem cláusula de correção monetária;
5. créditos ou contribuições do setor público, desde que se destinem a aplicações específicas;
6. colocação no mercado de valores mobiliários próprios.

É vedado aos Bancos de Desenvolvimento financiar como operação ativa, loteamento de terrenos e construção de imóveis para revenda ou incorporações.

A responsabilidade direta por cliente não poderá exceder 5% do valor global das aplicações do banco.

O valor médio das operações por cliente não poderá ser superior a 2,5% do montante total das aplicações. Os limites acima referidos só serão obrigatórios a partir do exercício em que os recursos de terceiros obtidos pelo banco atinjam 50%, caso contrário a responsabilidade por cliente não poderá exceder 25% do montante do capital realizado.

3.6. Atuação dos Bancos de Investimentos

De oito bancos de investimentos instalados em 1966 se elevou para vinte e nove no fim de 1969.

O quadro a seguir corresponde à consolidação das contas do passivo dos bancos de investimentos constantes dos balanços de dezembro de 1966, junho de 1968 e junho de 1969.

QUADRO IX

Consolidação das Contas do Passivo dos Bancos de Investimentos
Constantes dos Balanços de dezembro de 1966, Junho de 1968 e Junho de 1969
(Cr\$ milhões)

	Dez. 1966	Jun. 1968	Jun. 1969
<i>Recursos próprios</i>	42,8	226,2	511,8
Capital e reservas	39,1	208,0	499,0
Capital a Realizar	3,7	18,2	12,7
<i>Recursos de terceiros</i>	153,6	1.285,8	2.548,0
Aceites cambiais	98,8	637,4	949,0
<i>Finame</i>	13,4	74,6	112,1
Depósito a prazo fixo	2,2	256,7	642,2
Recursos do exterior Resol. 63	—	76,5	279,4
Fundo Fiscal — Decreto-Lei 157	—	72,8	276,7
Outras contas	16,6	167,5	288,4
Total do passivo	196,4	1.512,0	3.211,0

Fonte: Banco Central — GEMEC/SUBES

O Passivo dos bancos de investimentos em 1966, totalizou Cr\$ 196,4 milhões, com o volume de aceites cambiais representando o item mais relevante das operações passivas com Cr\$ 98,8 milhões. Houve uma evolução favorável destas instituições financeiras, durante o período em exame. Os depósitos a prazo fixo, com correção monetária, não apresentaram em 1966, movimento de importância, atingindo o montante de Cr\$ 2,2 milhões. Com a faculdade exclusiva de emissão de Certificados de Depósitos Bancários nominativos e livremente negociáveis, os anos de 1968 e 1969 experimentaram progresso substancial, com Cr\$ 256,7 e Cr\$ 642,23 milhões respectivamente.

A resolução n.º 63 de 21-8-67 facultou a contratação de empréstimos externos pelos bancos de investimentos, para efeito de repasse do contravalor em moeda nacional com vista ao suprimento de capital de giro bem como financiar investimentos de capital.

Há uma predisposição oficial para aceitar alterações das operações dos bancos de investimentos, setor que deverá atrair particular atenção das autoridades governamentais.

A letra de câmbio, como título mais destacado das operações destas instituições, tem um ou dois substitutos: um dêles é o certificado de depósito; outro é a debênture conversível em ações.

Entre outras atividades poderiam caber aos bancos de investimento a função de financiar as nossas exportações, criando um instrumento mais adequado na expansão do comércio exterior.

A tendência futura dos bancos de investimentos é se desenvolver na linha de financiamentos a longo prazo, cujo mercado se ressentia da existência de estabelecimentos neste campo de ação.

QUADRO X

Empréstimos e Financiamentos ao Setor Privado — Para Capital de Giro
Saldos em fim do ano, em milhões de Cr\$

Instituições	Dez. 1964	Dez. 1965	Dez. 1966	Dez. 1967	Dez. 1968
Banco do Brasil	1.134,9	1.422,2	2.183,0	2.956,9	4.362,0
Bancos comerciais	2.226,4	3.914,1	4.820,8	7.960,5	1.234,0
Banco Nacional de Crédito Co-operativo	5,9	12,7	17,7	29,6	53,0
Bancos de Investimentos e Sociedades de Financiamento	245,0	695,0	1.083,3	2.063,6	4.558,0
Total de capital de giro	3.612,2	6.044,0	8.104,8	13.010,6	21.284,0

Fontes: Relatório do Banco Central do Brasil, Dez. 1967, p. 82.
Boletim do Banco Central do Brasil, Set./1969

QUADRO XI

Percentagens para Capital de Giro

Instituições	Dez. 1964	Dez. 1965	Dez. 1966	Dez. 1967	Dez. 1968
Banco de Investimento e Sociedades de Financiamentos	6,8%	11,5%	13,4%	15,9%	21,4%
Outras instituições	93,2%	88,5%	86,6%	84,1%	78,6%
Total do capital de giro	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

O quadro acima demonstra o importante papel desempenhado pelos Bancos de Investimento e Sociedades de Financiamento na expansão da assistência financeira ao setor privado. As outras instituições de crédito que, em 1964, respondiam 93,2% do total das operações na concessão de crédito para capital de giro tiveram essa participação reduzida em 1967, e 1968, para 84,1% e 78,6% respectivamente. Essa expansão de operações conduzidas pelos intermediários financeiros não bancários, veio aliviar a pressão sobre os demais setores do sistema financeiro na obtenção de crédito para capital de giro.

3.7. Sociedades Distribuidoras

As Sociedades Distribuidoras foram instituídas pela Resolução 48, de 10 de março de 1967, e têm por objetivo a subscrição de títulos para revenda ou sua distribuição e intermediação no mercado. São empresas comerciais, sob a forma de sociedade anônima, de ações exclusivamente nominativas, ou sociedades por cotas de responsabilidade limitada, ou ainda de firma individual devidamente registrada. Dependem para operar, como qualquer instituição financeira, de prévia autorização do Banco Central.

Pela Resolução 76, as Sociedades Distribuidoras estão sujeitas aos seguintes limites mínimos de capital:

1. para as cidades de São Paulo e Rio de Janeiro, Cr\$ 25.000,00;
2. para as cidades de Pôrto Alegre, Belo Horizonte e Curitiba, Cr\$ 15.000,00;
3. para as demais cidades com mais de 300.000 habitantes (segundo o último recenseamento), Cr\$ 10.000,00;
4. para outras cidades com menos de 300.000 habitantes (segundo o último recenseamento), Cr\$ 5.000,00.

As firmas individuais que operarem por conta e ordem de uma determinada instituição financeira ou de sociedade que tenha por objeto a subscrição de títulos e valores mobiliários para revenda ou intermediação no mercado, ficam liberadas dos limites mínimos de capital acima. Esta mesma resolução criou a figura do agente autônomo que, sujeito a prévio registro em instituição financeira, poderá sem vínculo empregatício, dedicar-se à atividade de venda ou colocação de títulos por conta das Sociedades Distribuidoras.

O crescimento do volume de operações nas Bólsas de Valôres está intimamente ligado ao desenvolvimento do sistema de emprêsas distribuidoras de ações em tôdas as praças do País, para que o público se mostre cada vez mais interessado em participar do desenvolvimento com nossos próprios recursos.

A expansão do mercado poderia ter atingido a níveis mais amplos se a rêde bancária do País houvesse se dedicado a distribuição e intermediação de papéis.

Essa orientação asseguraria um melhor instrumento de captação de poupanças, bem como contribuiria também para financiar pequenas e médias emprêsas no interior do País, carentes de capital. Por outro lado, concorreria para reduzir as taxas de corretagem possibilitando tornar o crédito mais barato e acessível a qualquer setor da atividade econômica.

O engrandecimento desse mercado estaria na razão direta da qualidade dos papéis a serem oferecidos, de emprêsas sólidas bem organizadas e com bom mercado para produção.

A rêde bancária, atuando como distribuidora, colocando ações de companhias em todo o País, traria ao mercado um fluxo constante de títulos, cuja liquidez se processaria através da contribuição de tôdas as entidades financeiras.

Esse sistema substituiria com grande vantagem as atuais distribuidoras, oferecendo seus serviços ao mercado de capitais, com menor custo e mais experiência e a tradição, já adquiridas pela rêde bancária.

3.8. Bólsa de Valôres

No período que antecedeu a Lei n.º 4.728, de 6-7-65, as Bólsas eram caracterizadas, por tradição, como o *local* onde os corretores se reuniam para a apregoação, oferta e fechamento de negócios.

Os corretores, nomeados pelo Presidente da República, na sua maioria não tinham personalidade jurídica, e a pessoa de direito era a corporação de corretores ou a caixa comum de garantia e previdência. Anteriormente não houve propriamente a preocupação estatal de criação de uma Bólsa na acepção da palavra, e sim, a de corretores, havendo menção à Praça de Comércio, primeiro, e depois junta de corretores, agrupando os intermediários das negociações de câmbio e títulos, como menciona o

art. 52 do Decreto n.º 648 de 10-11-1849 e, somente, em 1892 é que a nossa legislação, pela primeira vez, se referiu à Bôlsa de Valôres.

Com o correr do tempo, foram atribuídas pelo poder público às Bôlsas, delegações de funções, tais como: arrecadação de emolumentos e imposição de multas por via indireta. Com exceção da Bôlsa do Rio de Janeiro as demais entidades eram organismos subordinados aos governos estaduais e, muitas vêzes, sob a forma de autarquia, como foi o caso das Bôlsas de Minas Gerais e Rio Grande do Sul.

Pela Legislação anterior às Leis números 4.595/64 e 4.728/65 às Bôlsas, de Valôres, através de suas Câmaras Sindicais competia, ainda a cotação oficial de câmbio determinando-lhe curso autêntico (art. 128, Decreto n.º 2.475). Tal prerrogativa acarretava-lhe responsabilidade pela exatidão dos preços cotados no mercado de câmbio, bem como no das espécies metálicas. Estas atribuições atualmente não mais pertencem às Bôlsas de Valôres e sim ao Banco Central.

Com a Lei n.º 4.728, art. 6.º, as Bôlsas de Valôres passaram a ter autonomia administrativa, financeira e patrimonial, bem como ficaram sob a subordinação orientadora, quanto a constituição e funcionamento, do Conselho Monetário Nacional, cabendo ao Banco Central supervisionar suas operações.

Normalizando as atividades das diversas instituições dentro do mercado de capitais, e disciplinando-o, no que se refere a seu funcionamento, a Lei de Mercado de Capitais traçou as linhas gerais para constituição e organização das Bôlsas, delegando, paralelamente ao Conselho Monetário Nacional, os poderes normativos para editar os regulamentos que estabelecem as condições para organização e existência das mesmas entidades. Surgiu então a Resolução 39 que modificou a sua estrutura legal. De entidades semi-oficiais formadas de corretores nomeados pelo govêrno, as Bôlsas foram transformadas em associações civis sem finalidade lucrativa, com o objetivo de estabelecer sistemas de negociações que propiciam continuidade de preços e liquidez, ao mercado de títulos e valôres mobiliários, preservando os mais elevados padrões de negociação e comportamento para seus membros e para as sociedades emissoras de títulos e valôres mobiliários, fiscalizando seu cumprimento e aplicando penalidades aos membros e às sociedades emissoras que deixarem de corresponder aos referidos padrões.

As Bôlsas de Valôres integram-se no rol das instituições financeiras privadas que tenham como atividade principal: assessoria e coleta; intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira; e a custódia de valôres de propriedade de terceiros (Lei n.º 4.595 de 31-12-64, art. 17 e 18, § 1.º e 25 a 28).

A administração da Bôlsa, anteriormente exercida pela Câmara Sindical, está agora nas mãos de um conselho de administração assim composto:

- a) 6 (seis) titulares das sociedades corretoras, com mandato de 3 anos;
- b) um representante das sociedades anônimas de capital aberto, eleito anualmente;
- c) um superintendente geral, com voto igual aos demais, exceto nas matérias em que fôr interessado.

A pessoa física do corretor de Fundos Públicos foi substituída pela figura de pessoa jurídica do Corretor, firma individual, prerrogativa esta reservada apenas aos Corretores já existentes. Possibilitou também o ingresso às Bôlsas a todos aquêles que o desejassem sendo que êsses novos membros têm que ser Sociedades Corretoras, sob a forma de sociedades por ações nominativas ou por cotas de responsabilidade limitada.

O Patrimônio Social das Bôlsas de Valôres, como sociedades civis, é dividido e integrado por títulos patrimoniais, em quantidades e valôres iniciais de venda, que são fixados pelo Conselho Monetário Nacional, procedendo-se ao término de cada exercício à atualização do valor do referido patrimônio. O valor do patrimônio assim apurado anualmente, dividido pelo número de títulos patrimoniais em poder dos associados, dará o valor nominal do referido título, vigente nos doze meses subsequentes, valor êsse pelo qual as Bôlsas de Valôres deverão vender às Sociedades os títulos patrimoniais necessários à sua admissão. Somente poderão ser admitidas como membros das Bôlsas de Valores as firmas individuais constituídas por antigos Corretores de Fundos Públicos e as Sociedades Corretoras.

Desde que autorizada pelo Banco Central, a Sociedade Corretora poderá solicitar a uma ou mais Bôlsas de Valôres o seu ingresso na condição de associada devendo, entretanto, adquirir o título patrimonial da Bôlsa de Valôres em que deseja ingressar, o qual assegurará participação igual em todos e quaisquer direitos ou obrigações que a referida Bôlsa ou

os seus membros, em caráter coletivo, tenham ou venham a ter, direta ou indiretamente, em outras organizações. Ao mencionado título corresponderá um assento na Bôlsa de Valôres cujo patrimônio íntegro, sendo que nenhum membro poderá possuir mais de um título em cada Bôlsa de Valôres.

Ademais, a atual legislação permite, ainda, a negociação fora das Bôlsas, de títulos ou valôres mobiliários desde que devidamente registrados no Banco Central.

Uma inovação que obteve grande alcance foi a constituição e manutenção, obrigatória, de um Fundo de Garantia. Esse Fundo destina-se a garantir os investidores de firma permanente contra possíveis danos ou prejuízos que lhes possam advir de omissões, negligências ou mesmo deslizes éticos praticados pelos intermediários nas operações de bôlsa. Tal fundo, que absorve para sua constituição, desde logo, 25% do valor pago pelo título patrimonial e a seguir avoluma-se sempre pelo recebimento das taxas pagas pelas sociedades-membros, representa a segurança para o investidor e atrativo lógico para as operações de Bôlsa, colocando o aplicador a salvo dos possíveis riscos, levando-se em consideração tratar-se de operações baseadas normalmente na confiança, já que as transações se realizam sempre através de intermediários.

No que se relaciona às empresas registradas em Bôlsa, pelo Decreto-lei n.º 9.783 de 6-9-46, tôdas as Sociedades Anônimas Brasileiras foram obrigadas a registrar suas ações nas Bôlsas de Valôres antes de dar início às suas obrigações, independente de sua intenção de lançar ou não as ações ao público. Este Decreto-lei, posteriormente, foi revogado pela Lei número 4.728, art. 19, a qual estabeleceu que apenas os títulos ou valôres mobiliários de emissão de pessoa jurídica de direito público e de direito privado poderiam ser negociados nas Bôlsas de Valôres. Este instrumento legal associado à Resolução 14, de 13-3-67 da Bôlsa de Valôres do Rio de Janeiro, aprovando a tabela que estabeleceu as anuidades para registro e cotação de títulos proposta pela Comissão Nacional das Bôlsas (ver quadro XII), fez com que das 7.123 empresas nela registradas, apenas 272 renovassem seus registros. Até 31-10-68 este número tinha-se elevado para 289, sendo 90 delas de capital aberto, enquanto que a Bôlsa de Valôres de São Paulo contava com 540 sociedades anônimas, as quais podem ter seus títulos negociados na mesma.

QUADRO XII

Anuidade para Registro e Cotação de Títulos e Valores nas Bôlsas do País

Capital (Em Cr\$ 1 000)		Contribuição Anual			
De mais de:	Até	Fixo (Em Cr\$)	Adicional (% sobre Cr\$ 1.000)		
Até	1 000	1 000			
1.000	2.000	1.000	0,10	sobre o excedente de	1.000
2.000	5.000	22.000	0,09	Idem, idem	2.000
5.000	10.000	4.700	0,08	> >	5.000
10.000	20.000	8.700	0,07	> >	10.000
20.000	50.000	15.700	0,06	> >	20.000
50.000	100.000	33.700	0,05	> >	50.000
100.000	200.000	58.700	0,04	> >	100.000
200.000	500.000	98.700	0,03	> >	200.000
500.000	1.000.000	188.700	0,02	> >	500.000
1.000.000	—	288.700	0,01	> >	1.000.000

Fonte: Bôlsa de Valores do Rio de Janeiro — Estado da Guanabara

As sociedades de economia mista gozarão de um desconto de 50% sobre os valores da Tabela.

Outra grande modificação verificada na Bôlsa de Valores foi a mudança no método do pregão. O antigo método, conhecido por *Call System* foi substituído pelo dos *Trading Posts*, através do qual os títulos são transacionados durante todo o dia do pregão e não apenas enquanto seus nomes estão na pedra. O pregão contínuo, como é chamado, caracteriza-se pela distribuição das ações em diversos postos, nos quais são negociados durante várias horas por dia.

Uma das condições básicas para o desenvolvimento econômico é o desenvolvimento das empresas e o conseqüente aumento da capacidade de produção. A Bôlsa de Valores como órgão captador de poupanças canalizadas para ações de empresas privadas representa um instrumento básico para o desenvolvimento. Dêsse modo devem as Bôlsas de Valores se reunir num esforço conjunto para criarem uma imagem favorável em torno de si mesmas perante o público, levando ao conhecimento dêste a nova estruturação e funcionalidade, criando assim a mentalidade de poupança, estimulando sua canalização para o mercado de capitais.

QUADRO XIII

Sociedades que integram o mercado brasileiro de capitais Posição em 1-12-69

Bancos de investimentos	29
Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimentos	213
Sociedades de Investimentos	3
Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários	393
Sociedade Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários	576
Bólsa de Valores	14

Fonte: Banco Central — GEMEC/SUBFS

4. Mercado de Ações

As ações representam a mais sofisticada forma de investimento com características próprias cujo mercado se reveste de alta sensibilidade. No Brasil, o mercado de ações é pequeno e estreito, cujo movimento de maior expressão se resume nas Bólsas do Rio e São Paulo. O número de investidores nestes tipos de papéis é bastante reduzido, concentrando-se os negócios em cerca de 20 ou 30 *blue chips* onde o hábito de aplicar parte da poupança na compra de ações não constitui grande atrativo.

O sistema de vendas de ações de porta em porta, em meados de 1960 mostrou razoáveis progressos, onde desde então os esforços para colocação de novas ações tem sido em pequena escala.

O comprador de ações pode auferir três tipos de rendimentos:

- a) *dividendos*, que é uma percentagem em dinheiro derivada do lucro, em relação ao capital social, não se constituindo grande atração para os investidores. Isto se explica pelo fato de serem reduzidos os dividendos, em dinheiro, dos melhores tipos de ações distribuídos comparativamente às suas cotações. Embora a garantia preferencial de um dividendo seja no mínimo de 12% ao ano, não poderia constituir-se em um bom atrativo diante de uma inflação que tem variado de 30 a 25% ultimamente. Nos países de moeda estável, a capitalização dos dividendos é que influi nos preços das ações;
- b) *bonificação*, normalmente refere-se a uma distribuição gratuita da própria empresa, podendo ser feita também através da distribuição de empresas controladas. O investimento brasileiro concentra quase todo seu

interêsse no recebimento de bonificações. Estas bonificações provêm de incorporações de reservas e de reavaliação do ativo.

c) *subscrição*, consiste na chamada de aumento de capital cujo direito de preferência é dada ao acionista pelo prazo mínimo de 30 dias na compra de novas ações emitidas pela empresa em seu valor nominal.

Os direitos de subscrição só encontram receptividade pelo investidor quando as ações se encontram acima do par ou quando advém recebimento de bonificações.

O mercado brasileiro de ações é eminentemente especulativo ficando seus preços sujeitos a inúmeros fatores de perturbação a curto prazo, trazendo como consequência excessivas flutuações das cotações. Estes fenômenos constituem talvez o aspecto mais negativo do mercado de ações e isto tem feito com que os investidores observem com desconfiança as aplicações de suas poupanças em ações.

QUADRO XIV

Média Anual S.N. dos Preços das Ações

Ano	Média S. N. (Base: 1954 = 100)	Índice geral de preços por atacado	Média S. N. real (Base: 1954 = 100)
1954	100	100	100
1955	116	113	103
1956	137	135	101
1957	143	152	94
1958	165	170	97
1959	275	235	117
1960	529	307	172
1961	634	425	149
1962	945	651	145
1963	1982	1129	176
1964	2081	2164	96
1965	2598	3272	79
1966	3281	4452	74

Fonte: Serviço Nacional de Investimento e Fundação Getúlio Vargas

Entre 1955 e 1963, com exceção de 1957 e 1958, o mercado de ações esteve em alta praticamente contínua. Os anos de 1957 e 1958 foram difíceis para a indústria e o comércio em geral, mantendo-se os preços das ações relativamente estáveis.

De 1959 a 1960, as ações sofreram um aumento substancial, tanto em termos nominais, como em reais, como consequência da correção monetária estabelecida pela Lei n.º 3.470 de 1958. Entre o final de 1962 e o início de 1963, o mercado de ações se caracterizou como forma de aplicação de poupanças. O pequeno número de ações negociadas e a especulação, que caracteriza o mercado de ações no Brasil, fizeram com que nesse período os preços subissem demasiadamente em um espaço de tempo curtíssimo.

Em 1963, após as ações terem tido seus preços elevados, passaram a declinar na Bôlsa, afugentando os investidores. Após 1964, as dificuldades por que passou a economia fêz com que o mercado entrasse numa fase de flutuações.

A obrigatoriedade da correção monetária do ativo imobilizado determinado pela Lei n.º 4.357/64, fêz com que as emprêsas distribuíssem elevadas bonificações. Embora esta medida viesse favorecer o investidor, por outro lado apresentou aspectos negativos para as emprêsas e para o mercado de capitais.

O aumento do capital das emprêsas, provocando seu agumento, fêz com que nos anos que precederam as reavaliações, muitas emprêsas não pudessem remunerar adequadamente seu capital. Como consequência o setor privado viu-se diante da seguinte situação:

- 1.º descapitalização pelo impôsto pago;
- 2.º agumento do seu capital.

A Lei n.º 4.357/64, ao obrigar a reavaliação do ativo imobilizado das emprêsas privadas, não deveria permitir sua incorporação ao capital, mas sim nas reservas, ficando estas isentas da taxaçãõ de 15%, quando ultrapassassem o valor do capital social realizado, autorizando posteriormente a critério das emprêsas sua incorporação, evitando desta maneira o aviltamento de seus títulos da Bôlsa.

O art. 12 do Decreto-lei n.º 401 permitiu às emprêsas aumentarem seu capital mediante incorporação de reservas com isençãõ do impôsto de renda, na forma do dispositivo do Decreto-lei n.º 519, de 7-4-69. Posteriormente o art. 4.º do Decreto-lei n.º 614 estendeu êstes fatôres até 31 de janeiro de 1970.

Outro aspecto que se apresenta neste tipo de mercado, é a colocação de novas ações, pois esta está intimamente ligada à dificuldade de apre-

sentação de atrativos por parte dos vendedores. Os entraves à expansão da política de *underwriting*, é pelo fato de a curto prazo as novas ações não apresentarem liquidez. A democratização do capital esbarra muito mais na resistência do investidor do que na disposição do empresário.

O lançamento de debêntures conversíveis em ações pelas empresas que desejassem abrir seu capital ao público, seria talvez uma política acertada para o desenvolvimento do mercado de ações, desde que essa fôsse calçada com estímulos de natureza fiscal.

Assim é que, as empresas devem levar em conta a importância de sua capitalização através da captação de recursos daqueles que se encontram em condições de poupar, pela abertura do seu capital social à faixa da população com disponibilidade econômica, constituindo-se desta forma um meio próprio de capitalização.

5. Letra de Câmbio

O desenvolvimento das indústrias de bens duráveis de consumo e de capital ativando a expansão do crédito a prazo médio fez com que surgisse a Letra de Câmbio. A colocação desse título de crédito com aceite no mercado privado de capitais veio, assim, substituir os bancos comerciais na concessão de crédito a médio prazo.

A Letra de Câmbio consiste em uma troca de duplicatas emitidas pelo mutuário que fez uma transação real com terceiros, ou promissórias de terceiros a seu favor, por Letras de Câmbio por ele sacadas e aceitas pela sociedade financeira. Uma vez aceitas, são negociadas através de uma Companhia Distribuidora.

As sociedades financeiras, como garantia, até o resgate das letras aceita por elas, mantêm em seu poder as duplicatas ou notas promissórias que representam a dívida real de terceiros para com as firmas tomadoras de empréstimo bem como outras garantias de igual valor, tais como, notas promissórias emitidas pela própria firma beneficiária em favor da sociedade financeira. Com o aceite as financeiras assumem uma corresponsabilidade cambial, isto é, elas respondem pelas suas letras de câmbio independente do pagamento das duplicatas dadas em garantia pela empresa tomadora do empréstimo.

A fim de facilitar a sua negociação no mercado financeiro, as Letras de Câmbio, com aceite das financeiras, passaram a ser negociadas primei-

ramente com deságio, isto é, por valor inferior ao valor nominal ou de resgate.

O sistema de deságio como defesa contra a Lei de Usura, dando ao comprador uma renda antecipada, a razão de ser ao portador, livrando o possuidor contra a taxaçaõ imposta aos juros, tornaram-se o papel mais atrativo do Mercado Financeiro.

Dadas as lacunas do nosso sistema de crédito, impossibilitado de financiar adequadamente o sistema produtivo, particularmente a médio prazo, bem como a retração do crédito bancário, o setor empresarial recorria ao assessoramento da Letra de Câmbio para suas operações de crédito. Na obtenção de linha de crédito a médio prazo se desenvolveu o mercado paralelo, que chegou a representar parcela ponderável como mecanismo de absorção de poupanças. Embora a Lei n.º 4.242 houvesse marginalizado o mercado paralelo, êste só se extinguiu com a promulgação da Lei de Mercado de Capitais.

Torna-se necessário esclarecer que a existência do ilegal mercado paralelo manteve sempre alto o deságio dos títulos oferecidos ao mercado. Para compensar os riscos que corria, o investidor do mercado paralelo passou a exigir taxas mais elevadas de deságio obrigando a que o deságio das Letras de Câmbio de aceite das Financeiras se elevasse. Assim, êsses títulos passaram a ser negociados, por força de contingências do mercado, com deságios mais elevados, o que tornou impraticável a adoção dos mesmos como instrumento de financiamento a longo prazo.

A não-absorção, pelo mercado, das letras de câmbio com deságio acarretou graves problemas até que a Resolução 21 pôs em execução um sistema conjugado de captação de poupanças e de financiamento à indústria e ao comércio baseado na correção monetária *a posteriori* visando, assim, criar um substituto para o sistema de cambiais negociadas com deságio, isto é, com um rendimento *a priori*.

Posteriormente, se revogou esta resolução através da Resolução número 28 do Conselho Monetário que autorizava o lançamento de Letras de Câmbio com a prefixação de um teto máximo para a correção, admitindo o pagamento de uma taxa de correção inferior à oficialmente fixada pelo Conselho Nacional de Economia, hipótese não prevista na Lei de Mercado de Capitais.

Finalmente, a Resolução 32 permitiu às Financeiras se coobrigarem pelo aceite em Letras de Câmbio sujeitas à correção e juros prefixados, independentemente do teto máximo e com prazo de vencimento, no mínimo de 180 (cento e oitenta) dias.

Dentro desse novo critério as Financeiras poderão, realmente, operar dentro do prazo médio aceito pelo Mercado e a custos mais baixos que os usuais no sistema tradicional de deságio.

Segundo o Banco Central era a seguinte a posição dos saldos dos aceites cambiais em 5-11-68, com base em dados fornecidos por empresas de financiamento:

QUADRO XV

Praças	Comércio	Indústria	Lavoura	Pecuária	Total
São Paulo	424.268	569.685	37.344	1.604	1.042.910
Rio	293.982	328.165	9.715	—	631.862
Porto Alegre	132.704	55.404	9.779	9.902	207.789
Belo Horizonte	123.632	146.114	—	—	269.746
Total	984.586	1.099.368	56.838	11.506	1.251.248

6. Debêntures

Trata-se de obrigações ao portador ou endossáveis, emitidas por empresas, com a garantia para o comprador, de uma remuneração certa num prazo certo. A diferença entre essas obrigações e as ações é que seu comprador faz unicamente um empréstimo à companhia, não participando dos lucros da mesma. Portanto as debêntures são resultantes de um empréstimo tendo como garantia todo o ativo e bens da companhia.

Somente as sociedades anônimas e as sociedades em comandita por ações podem emitir debêntures. A iniciativa de autorização para emissão de debêntures pode partir dos acionistas, sendo que somente a assembleia geral dos acionistas tem poder para autorizar a emissão. Essa emissão, pelo Decreto n.º 177-A, art. 1.º, § 3.º, não poderá exceder o valor do capital estatutário podendo ser emitidas várias séries de debêntures, cada uma após a subscrição e realização da série anterior, integralmente.

O financiamento através de debêntures pode apresentar uma série de vantagens:

- a) *custo baixo*: se os fundos necessitados são a longo prazo, uma única operação de emissão de debêntures pode acarretar custos menores que várias operações de empréstimo bancário, os quais são, pela sua natureza, a curto prazo. Em relação ao capital próprio (ações), têm as debêntures um custo menor pois os juros pagos por esses títulos são dedutíveis, como despesas da renda bruta, para cálculo da renda líquida.
- b) a emissão de debêntures não implica na alteração da situação do controle acionário da companhia, como acontece com a emissão de novas ações, bem como evita a possibilidade de uma diluição do lucro por ação dos antigos acionistas.
- c) tais títulos são capazes de captar uma grande quantidade de recursos dado ao hábito do investidor aplicar suas poupanças em títulos de renda fixa.

As debêntures porém até o momento não tiveram muita aceitação, devido em parte ao tratamento fiscal como também pelas maiores vantagens concedidas às Letras de Câmbio.

Com relação ao aspecto fiscal, o imposto de renda incide sobre a debênture à razão de 40% (Decreto-lei n.º 157) sobre os rendimentos auferidos caso o portador não se identifique e 15%, em caso contrário. Nos últimos anos desenvolveu-se um pouco o mercado de debêntures *sui generis*, a curto prazo, vendidas abaixo do par, que captam o mesmo tipo de recursos que as Letras de Câmbio e a custo semelhante.

7. Fundos Mútuos de Investimento

Os Fundos Mútuos de Investimento desempenham um importante papel no Mercado de Capitais. Eles constituem uma das principais fontes de recursos para as empresas como também são uma solução para os pequenos e médios investidores que buscam aplicações baseadas em análises técnicas e pesquisas atualizadas, com o objetivo de conseguir, não só uma eficiente e adequada administração para sua poupança, mas, essencialmente, as vantagens decorrentes de uma supervisão constante.

Os Fundos Mútuos de Investimento proporcionam ao médio e pequeno investidor todas as vantagens e facilidades auferidas pelo grande investidor.

Os Fundos são organizados sob a forma de condomínios e podem ser administrados pelos Bancos de Investimentos, Companhias de Investimento e também pelas Sociedades Corretoras que tenham um capital mínimo de Cr\$ 150.000,00. A origem de seus recursos é feita através da venda de cotas nominativas endossáveis, e sua aplicação se faz através de uma carteira diversificada. A Portaria do Ministério da Fazenda, n.º 309, IIX, b, limita as aplicações dos recursos em: Títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, obrigações e letras de Tesouro, ações, partes beneficiárias, debêntures, letras hipotecárias e certificados de participação. Com a Resolução 18, do Banco Central, ficou estabelecido que o montante das aplicações de uma carteira de investimentos em títulos, de uma única empresa, não deve exceder 10% (dez por cento) do total das aplicações da carteira, nem representar mais de 20% (vinte por cento) do capital votante da empresa, cujas ações integram a carteira de fundo. Por outro lado, a média das aplicações, por empresa, não pode exceder 5% (cinco por cento) do valor total das aplicações em carteira, bem como, as aplicações em um mesmo tipo de atividade não excederão 20% (vinte por cento) do total das aplicações do Fundo.

O lucro gerado na carteira do Fundo se faz através de dividendos recebidos pelas ações, recebimento de juros e ágio, que é a diferença entre o preço de venda dos títulos e o preço de compra.

O lucro do investidor advém de valorização da cota, sendo que esta é calculada dividindo-se o patrimônio líquido pelo número de cotas. Compreende-se por patrimônio líquido os depósitos bancários mais a última cotação das ações, sendo que as que tiverem cotação em Bolsa serão avaliadas levando-se em conta condições do mercado e demais elementos de análise. Desta forma, um dos pontos mais delicados na relação administrativa do Fundo/Cotista é o referente à avaliação dos títulos componentes da carteira e que não possuam efetiva cotação em Bolsa.

Um dos aspectos mais importantes para o Desenvolvimento dos Fundos, diz respeito à criação de Fundos especializados. O mercado, nos últimos anos, tem-se desenvolvido extraordinariamente tornando-se necessária a criação de fundos que venham a atender aos objetivos dos novos investidores. Assim sendo, um Fundo que tem por finalidade a valorização, não poderá ter suas aplicações reguladas da mesma forma que um fundo que se destina a proporcionar renda aos cotistas. Da mesma maneira, a captação de poupanças deve ser regulamentada tendo em vista as características do mercado e as condições socioeconômicas do País.

A lei de mercado de capitais autorizou os fundos em condomínio a se transformarem em sociedades anônimas de capital autorizado, instrumento perfeito para o tipo de atividade de investimento.

8. Obrigações Reajustáveis do Tesouro

As Obrigações Reajustáveis do Tesouro, com cláusula de correção monetária, criadas pela Lei n.º 4.357, de julho de 1964, vieram dar novo aspecto ao mercado, tornando-se extremamente atraentes para os investidores, bem como moralizando os serviços da Dívida Pública.

A reabilitação do crédito público tornou-se postulado essencial, no sentido de restabelecer a confiança do investidor mediante pontualidade no reembolso. A rentabilidade desses títulos se caracteriza por:

- a) correção monetária, mais a taxa de juros;
- b) correção cambial;
- c) correção pela desvalorização do cruzeiro em função do dólar, mais os juros, que variam de 4%, para as Obrigações de 1 ano e 8%, para a de 5 anos.

Face aos atrativos concedidos às Obrigações, colocando-se em condições competitivas mais favoráveis em relação aos da iniciativa privada, sua expansão de certo modo vem prejudicando o setor privado na absorção de poupanças.

QUADRO XVI
Obrigações Reajustáveis — Subscrições e Liquidações
(Cr\$ milhões)

Especificações	1964	1965	1966	1967
<i>Subscrições</i>	35,1	309,7	807,7	1.198,9
Compulsórias e optativas	24,8	128,0	131,7	48,8
Voluntárias	10,3	181,7	676,0	1.150,1
<i>Liquidações</i>	—	1,0	14,85	816,2
Juros	—	0,1	45,9	125,9
Resgates	—	0,9	102,6	690,3

Fonte: Relatório do Banco Central, 1967, p. 48.

Assinale-se em 1967, uma redução nas subscrições compulsórias e optativas, como consequência da cessação, a partir de 1967, dos recolhimentos

em favor do Fundo de Indenização trabalhista, enquanto as subscrições voluntárias corresponderam a 95,9% do total subscrito no período.

A regulamentação da Resolução 92, dispendo sôbre as aplicações das reservas técnicas, das Cias. de Seguro no mercado de capitais, não trouxe muita esperança quanto aos benefícios para o setor privado.

O Banco Central, através da Circular n.º 113, elevou a participação de 50% para 75% dessas aplicações para a compra de Obrigações do Tesouro. Posteriormente, acolhendo reivindicações da Federação Nacional das Empresas de Seguros Privados e Capitalização, o Banco Central distribuiu a 26 de agosto de 1968 a Circular n.º 121, reduzindo de 75% para 46,875% sôbre o incremento das reservas não comprometidas em Obrigações. Para as carteiras de Seguro de Vida individual, a percentagem baixou de 55% para 28,125%.

O sucesso obtido pelo govêrno no lançamento de seus títulos, foi um desestímulo das aplicações em ações. No período 1964-1966, o movimento global de vendas de ações nas Bôlsas foi em tôrno de Cr\$ 200 milhões, e o govêrno neste período colocou no mercado 1 bilhão e 200 milhões de cruzeiros novos em Obrigações do Tesouro. Por outro lado, as taxas de juros no mercado oscilaram entre 30 e 48% ao ano, sendo que as Obrigações, em 1966, propiciaram um rendimento de 44%, pressionando para cima as taxas de juros. Lançadas com a finalidade básica de financiar os *deficits* de caixa do Govêrno Federal, através de um retrospecto analítico e estatístico, pode-se apreciar a participação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro no financiamento do *deficit*.

QUADRO XVII
Execução Orçamentária da União — Financiamento de **Deficit**
(Cr\$ milhões)

Anos	Financiamento			Participação	
	Déficit	Autoridade	ORTs e letras	B	C
	A	Monetárias	C	A	A
1963	504,7	439,7	65,0	87,12	12.87
1964	699,7	748,2	(—) 48,5	106,93	(—) 6.93
1965	587,9	264,7	323,2	45,02	54.37
1966	586,6	(—) 19,7	606,0	(—) 3,35	103.35
1967	1.224,7	699,0	525,7	57,07	42.93
1968	1.226,7	1.078,9	147,8	87,95	12.05

Fonte: Apeção 1968 — Banco Central — Relatório da III Reunião das Bôlsas de Valores da América, p.65

Em 1967 o financiamento efetivo por parte das autoridades monetárias foi de Cr\$ 693,0 milhões, sendo a participação derivada de poupanças sob forma de ORTN em Cr\$ 526,7 milhões. A estrutura do financiamento governamental se elevou em 57,1% em 1967 em contraposição do ano de 1966, quando o *deficit* foi integralmente financiado por recursos não inflacionários, provenientes da colocação de Obrigações Reajustáveis.

A emissão das Obrigações Reajustáveis, certamente elimina a possibilidade de variações no nível geral dos preços. Desde que o montante da renda proveniente da aplicação e o valor principal acompanham a alta dos preços internos, esta cláusula de correção monetária assegura completa proteção contra os riscos de mudanças no poder de compra do cruzeiro. Desta forma, estes títulos exercem grande atração para os investidores.

9. O Decreto-lei N.º 157

O Decreto-lei n.º 157, de 4-2-67, previu a possibilidade dos contribuintes destinarem parte do imposto de renda (5% para as pessoas jurídicas e 10% para as pessoas físicas) à compra de ações, por intermédio dos Bancos de Investimentos e das Financeiras autorizadas a receber aqueles recursos para aplicá-los em ações ou debêntures de empresas que se comprometeram perante o Banco Central a aceitar as condições alternadas a saber:

- a) colocar no mercado mediante oferta à subscrição pública direta ou indiretamente, ações de aumento de capital devendo os atuais acionistas subscrever no mínimo, vinte por cento do valor da emissão;
- b) colocar no mercado debêntures conversíveis em ações, de prazo mínimo de três cursos, devendo os atuais acionistas subscrever vinte por cento do valor da emissão;
- c) alienar imóveis cujo valor mínimo seja equivalente a quinze por cento do capital social;
- d) aplicar os recursos provenientes de aumento de capital integralizado com opção de uma das providências acima enumeradas, em capital circulante, aumentando a proporção do passivo não-exigível em relação ao exigível verificada no último balanço anterior a 1 de janeiro de cada ano e assegurando a relação resultante com o recebimento desses recursos por período não inferior a três anos, considerando como capital próprio as debêntures conversíveis em ações, do prazo mínimo de três anos.

Portanto só podem se beneficiar dos recursos do Decreto-lei n.º 157, as empresas que venham a se comprometer, perante o Banco Central, a preencher as condições *a e d*; *b e d*; ou *c e d* acima enumeradas.

Em qualquer das hipóteses, entretanto, os recursos captados só poderão ser canalizados para as empresas na proporção em que estas aumentem o seu capital social.

Até julho de 1967 o volume de aplicações desse decreto não tiveram muito significado pois poucas foram as empresas que se haviam enquadrado nas condições exigidas pelo Banco Central. Isso fez com que as autoridades, através da Resolução 60, de 24-7-67, permitissem a aplicação dos recursos do fundo em qualquer ação negociada na Bôlsa sendo esta aplicação feita mensalmente até 1/3 do montante arrecadado. Esta permissão foi dada entretanto até 30-10-67, quando passou então a ser obrigatória a aplicação do montante do fundo em ações representativas das empresas enquadradas nas exigências do Banco Central.

Posteriormente o Decreto-lei n.º 403 prorrogou e ampliou as faixas de aplicação permitindo que as pessoas físicas deduzissem 12% e as jurídicas 3% dos seus respectivos impostos de renda.

O Decreto-lei n.º 157 não visou somente o problema da carência de capital de giro das empresas, mas também procurou criar condições para dinamizar o mercado de capitais.

10. Tratamento Fiscal do Mercado de Capitais

Foi através da Lei n.º 25, de 30 de dezembro de 1891, que pela primeira vez, no Brasil, tributou-se o dividendo de ações de sociedades anônimas, à taxa de 1 1/2%, classificado como Sêlo de Papel. Em 1897, a Lei n.º 2.559, elevou a alíquota para 2 1/2%, desmembrando-a do Impôsto do Sêlo, para constituir impôsto à parte, com características de impôsto de renda retido na fonte, sem denominação própria. Em 1922, com a instituição do impôsto de renda no Brasil, o rendimento aqui focalizado já era tributado na fonte para os efeitos do impôsto complementar progressivo, ao mesmo tempo que se elevava a taxaço, que evoluiu de 4% em 1937, para 28% a vigorar a partir de 1957.

Duas medidas de fundamental importância foram destinadas em benefício do desenvolvimento das ações ao portador, a primeira em 1962 e a segunda em 1965.

Anteriormente à Lei n.º 4.154, de 28-11-62, a legislação referente à tributação dos benefícios atribuída aos portadores de títulos de capitalização nos lucros da Empresa, não se cogitava de identificar ou não o beneficiário. O art. 3.º da Lei n.º 4.154/62, estabeleceu ao beneficiário do rendimento o direito de identificar-se ou não perante a fonte pagadora. Identificando-se, sofreria incidência menor e incluiria o rendimento na declaração devida para o exercício seguinte, abatendo do impôsto nela apurado o montante que houvesse sido retido na fonte. Não se identificando, o rendimento sofreria incidência maior e não seria incluído na declaração.

Nos anos de 1963 e 1964, juntamente com a taxa do tributo, de 28%, foi cobrado um adicional de 5%, instituído pelo art. 19, parágrafo 3.º, da Lei n.º 4.154/62.

Posteriormente, o Decreto n.º 55.866 de 25-3-65 que regulamentou a Lei n.º 4.506/65, no seu art. 236, item 3.º, reduziu para 20%, a incidência em foco. Para o contribuinte que não se identificasse nos anos de 1963 e 1964, incidiria a alíquota de 45% e mais 5% de adicional, sendo mais tarde elevada para 60%, nos termos do art. 18 da Lei n.º 4.357/64.

Em 1965, a Lei n.º 4.506, estabeleceu a distinção entre os rendimentos de ações das *sociedades anônimas de capital aberto* e de ações das sociedades fechadas, sanando uma das falhas da nossa legislação que era a ausência de estímulos à democratização do capital das empresas. A mesma lei em seu art. 39 isentou do impôsto de 7% sobre os lucros distribuídos às sociedades anônimas de capital aberto, que visava reter os lucros destas sociedades a fim de elevarem sua capacidade de capitalização. Esta taxação foi extinta pelo Decreto-lei n.º 62, e restabelecida em 5% pelo Decreto-lei n.º 94, de 30-12-66.

Os juros de debêntures ou obrigações ao portador, que nos termos do art. 236, item 3.º, do Decreto n.º 55.866/65, era tributado à razão de 20%, foi isento na fonte, nos termos do art. 55, parágrafo 1.º, da Lei n.º 4.728, de 16-7-65, para as sociedades abertas.

Os rendimentos de ações ao portador, quando o beneficiário não se identificasse, foram reduzidos de 60% para 25% dentro do dispositivo do artigo 55, da Lei n.º 4.728/65.

Os papéis das demais sociedades, quando não houvesse identificação do beneficiário, foi reduzida de 60% para 40%, como prescreveu a Lei n.º 4.728/65, no seu art. 55.

Posteriormente o Decreto-lei n.º 427 de 23-1-69 estabeleceu novo tratamento fiscal para os rendimentos distribuídos pelas Sociedades de Capital Aberto, observando-se os seguintes critérios:

- 1.º isenção da retenção na fonte para os possuidores de ações nominativas e, quando identificados, os de ações ao portador;
- 2.º desconto de 15% quando os possuidores optarem pelo anonimato, recebendo o dividendo como rendimento de beneficiário não identificado;
- 3.º desconto de 25% para acionistas residentes no exterior, tanto sobre ações nominativas, como ao portador.

São consideradas, pelo art. 39 da Lei n.º 4.506/64, como Sociedades Anónimas de Capital Aberto:

- a) as que tenham ações efetivamente cotadas nas Bólsas de Valores;
- b) cujo capital com direito a voto pertença no mínimo na razão de 30%, a mais de 200 acionistas, e por sua vez não possuindo cada um deles, mais de 3% do capital da sociedade.

A partir de 1966, a percentagem de 30% sobre o capital com direito a voto e o número de 200 acionistas, serão acrescidas anualmente, de 1% e 20 acionistas por ano, até perfazerem respectivamente os totais de 45% e 500 acionistas (art. 39, parágrafo único).

O Governo através da Lei n.º 4.728 de 14-7-65, visou reorganizar o mercado financeiro e o de capitais, que foram fortemente deturpados em sua finalidade e em seu processo de operação pelas repercussões inflacionárias.

A referida lei, como incentivo às sociedades anónimas de capital aberto, excluiu da tributação na fonte os rendimentos de ações das ditas sociedades, quer nominativas quer ao portador.

Relativamente aos benefícios atribuídos aos acionistas das sociedades de capital aberto, estabeleceu o art. 55, parágrafo 1.º da lei que reformulou o mercado de capitais, maiores benefícios do que os previstos na Lei n.º 4.506/64. Modificou também no seu art. 53, o sistema de tributação do deságio a ser descontado na fonte, à razão de 15%, concedido na venda ou colocação no mercado, por pessoa física ou jurídica, de debêntures ou obrigações ao portador, Letras de Câmbio e outros quaisquer títulos de crédito.

O deságio traduziu uma antecipação da desvalorização monetária, a previsão do aviltamento monetário, e graças ao qual, tais deságios, que constituíram uma espécie de juros ficavam isentos do impôsto de renda para as pessoas que o usufruíram.

Permitiu o art. 26, que as sociedades por ações emitam debêntures com a garantia da Correção Monetária, desde que tenha prazo superior a um ano, representando a possibilidade de investimento da pequena poupança em forma atraente.

O art. 28, instituiu o depósito bancário, com Correção Monetária, a depósito não inferior a um ano e não movimentável durante todo o seu prazo.

O depósito a prazo é o processo mais simples de formação de reservas para aquêles que aguardam oportunidade de investir e a maneira simples de aplicação de economias para a grande maioria de indivíduos.

O Mercado Paralelo, embora colocado à margem pela Lei n.º 4.242, sòmente deixou de representar parcela importante no mecanismo de coleta de poupanças com a promulgação da Lei n.º 4.728/65. Esta lei fiscal, criou também, no seu art. 45, um nôvo tipo de sociedade anônima de capital autorizado, presente necessidade da vida econômica empresarial, corrigindo o atraso em que o Brasil se encontrava, nesta matéria, com prejuízos a seu desenvolvimento.

As Sociedades Anônimas cujas ações fôssem nominativas, ou endossáveis, podiam ser constituídas com capital subscrito, inferior ao autorizado pelo estatuto social. As sociedades referidas neste artigo poderiam, outrossim, aumentar seu capital autorizado, independente de subscrição, ou com a subscrição imediata de apenas parte do aumento.

O artigo 45 da lei, derogou, assim, o sistema tradicional de *capital fixo*, isto é, aquêle cujo aumento ou redução, sòmente se tornava factível mediante o cumprimento de determinadas formalidades estabelecidas em lei.

Exigia-se, por exemplo, no regime anterior, que para aumento de capital, o anterior estivesse totalmente integralizado, devendo a proposta de aumento ser acompanhada de exposição justificativa e sòmente após parecer do Conselho Fiscal, poderia ser submetida à apreciação da Assembléia-Geral. A todo aumento de capital correspondia, por outro lado, conse-

qüentemente, alteração estatutária, observadas tôdas as prescrições legais dela decorrentes.

O sistema de *capital autorizado* eliminou todos êsses requisitos, por isso que a emissão de ações, dentro dos limites do capital autorizado, não importa modificação do estatuto social nem autorização da Assembléia-geral, cumprindo à Diretoria da Sociedade registrar o aumento do capital subscrito, mediante simples requerimento ao Registro de Comércio, dentro de 30 dias de cada emissão de ações. Eliminou também, vedação de as Sociedades Anônimas negociarem com suas próprias ações, uma vez que a nova Lei admite que aplicando seus lucros acumulados ou capital excedente, possa a sociedade adquirir suas próprias ações. Igualmente é lícito à sociedade aceitá-las por doação. Num e outro caso *não haverá redução de capital*.

As sociedades de *capital autorizado* não poderão emitir ações ao portador. Sòmente poderão ter suas ações sob a forma nominativa ou endossável.

11. Conclusão

É inegável que a Lei n.º 4.728/65, apesar de complexa lançou os fundamentos do nosso mercado de capitais, definindo as novas instituições e instrumentos, inovando o sistema financeiro. Embora houvesse sido criada há quatro anos, a lei de mercado de capitais se ressentiu de dificuldades de implantação, dadas as complexas atribuições dos órgãos administrativos de disciplinamento e fiscalização.

As instituições criadas pela referida lei enfrentam ainda problemas de definição, a ver pela imprecisão do seu campo operacional. Os bancos de investimento surgidos na Resolução 18, nascidos na quase totalidade da transformação de Sociedades de Crédito e Financiamento, continuaram a atuar nos campos de operações das instituições de que se originaram, de financiamento de capital de giro, tornando irrelevantes as operações de financiamento de capital fixo.

As sociedades de crédito, por sua vez, têm-se aglutinado na prática de um único tipo de operação — curto prazo — concentrando-se nos dois grandes pólos econômicos: Guanabara e São Paulo.

A expansão do mercado de capitais como se projeta pela emissão de Certificado de Depósito Bancário, de acordo com o art. 30, da Lei n.º 4.728,

proporcionaria melhor atendimento, por parte dos bancos, no que diz respeito ao financiamento de capital de giro às empresas. Esta política atenderia a duplo objetivo:

- a) não haveria necessidade dos bancos comerciais pagarem comissões de corretagem, que oneram o financiamento de capital de giro efetuado com recursos captados através das letras de câmbio;
- b) através da rede bancária expandiria o mercado de capitais, em termos nacionais, proporcionando, com sua experiência e de maneira econômica, a oferta de créditos.

Caberia aos bancos de investimento se libertarem das operações a curto prazo, para se dedicarem ao financiamento de bens de capital, através de uma política mais ativa de *underwriting*. Como consequência viria fortalecer os mercados primários das Bôlsas de Valôres, cujos reflexos se fariam sentir no mercado secundário.

Deveria merecer melhor atenção das autoridades monetárias o Certificado de Depósitos de Garantia, instrumento criado pelo art. 31, da citada lei, relativo a ações preferenciais, obrigações e debêntures emitidas por sociedades interessadas em negociá-las em mercados externos ou no País.

Além disso, a sistemática de um bom funcionamento e expansão de mercado de capitais está sob as seguintes dependências:

1. educação de investidor no sentido de criar a mentalidade de aplicação em títulos públicos ou privados, instituindo o hábito de poupança, no cidadão;
2. por outro lado, os corretores de valôres mobiliários devem ser especialistas e terem cunho econômico, sabendo aferir o valor real de um título acionário, bem como ter a capacidade de transmitir aos investidores não só a situação real dos títulos das empresas, em negociação, bem como da situação financeira da empresa e em especial instruí-los sobre a evolução da economia do País;
3. delimitar o campo de atuação dos títulos públicos na captação de poupanças, evitando provocar distorções no mercado pela elevação da taxa de juros, como consequência da rentabilidade oferecida por êstes títulos, em detrimento dos papéis privados;
4. consolidar a atual legislação sobre Mercado de Capitais, hoje formada por mais de uma centena de Resoluções e Circulares;

5. Criar novos meios de comunicação bem como ampliar os já existentes.

Embora a Lei n.º 4.728/65 discipline o mercado de capitais e estabeleça normas para seu funcionamento, êste está sujeito ao impacto decorrente da política econômico-financeira do Governo.

Não bastaria apenas a implantação maciça de uma política de estímulos, enquanto houver desequilíbrio orçamentário, inflação e carga tributária excessiva, fazendo com que a descapitalização do setor privado passe à descapitalização das empresas e, conseqüentemente, à descapitalização do investidor.

A ERA DO ADMINISTRADOR PROFISSIONAL

Tão velha quanto o Estado, a Administração vem com êle evoluindo. O mundo moderno criou, nesse campo, especializações jamais imaginadas por épocas passadas, principalmente depois da 2.ª Guerra Mundial, com a arrancada dos países subdesenvolvidos. Por ser a Administração ainda negligenciada em nosso País como Ciência, e praticada sob formas empíricas que lhe retardam o processo de desenvolvimento, a Fundação Getúlio Vargas dedicou talvez o mais importante de seus esforços editoriais para dotar de literatura especializada adequada e abundante os que se dedicam à difícil tarefa da Administração em todos os seus níveis, a fim de contribuir para tornar realidade a era do administrador profissional, condição *sine quan non* para o nosso pleno desenvolvimento.

Peça nosso catálogo. Basta escrever para a Fundação Getúlio Vargas, Praia de Botafogo, 188, Caixa Postal 21.120, ZC-05, Rio, GB.